

658.121
UTA
R

c1

**REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN DIVIDEN:
Kasus pada *Dividend Initiation*, *Dividend Omission*,
dan *Dividend Cut*
(Studi di Bursa Efek Jakarta periode 1995-1999)**

Thesis

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**



Oleh:

**Ngesti Wahyu Utami
C4A099088**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2001**

UPT-PUSTAK-UNDIP

PENGESAHAN THESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa thesis berjudul:
REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN DIVIDEN:
Kasus pada *Dividend Initiation, Dividend Omission,*
dan *Dividend Cut*
(Studi di Bursa Efek Jakarta periode 1995 - 1999)

yang disusun oleh NGESTI WAHYU UTAMI, NIM C4A099088
telah dipertahankan di Dewan Penguji pada tanggal 29 Maret 2001
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

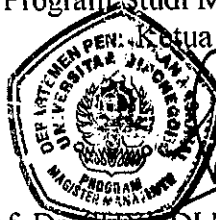
Pembimbing Utama,

Pembimbing Anggota

Drs. M. KHOLIQ MAHFUD, Msi

Drs. ANIS CHARIRI, M. COM

Semarang, 29 Maret 2001
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program,



Prof. Dr. SUTODI MANGUNWIHARDJO



SERTIFIKAT

Saya, Ngesti Wahyu Utami, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa thesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

NGESTI WAHYU UTAMI
Maret 2001

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis panjatkan ke hadirat Allah SWT atas segala rahmat dan hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan thesis ini.

Thesis ini disusun untuk memenuhi syarat untuk menyelesaikan studi di pasca sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro.

Penulisan thesis ini berdasarkan hasil penelitian di Bursa Efek Jakarta periode 1995-1999 mengenai **Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen: Kasus Pada *Dividend Initiation, Dividend Omission, dan Dividend Cut***.

Atas bantuan dan bimbingan yang telah diberikan kepada penulis selama penelitian dan penyelesaian thesis ini, penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada yang terhormat :

1. Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo, selaku Ketua Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
2. Drs. Kholiq Mahfud, M.Si, selaku pembimbing I yang telah membimbing dan memberikan saran yang berguna.
3. Drs. Anis Chariri, M.Com, selaku pembimbing II yang telah memberikan pengarahan dan motivasi yang bermanfaat.
4. Rekan-rekan MM-UNDIP pada umumnya dan rekan-rekan MM XI-B Pagi pada khususnya (Desie dan Ibu Ina yang telah memberikan saran dan motivasi, Kristin, Sari, Iwan, Uma, Ari, Novan yang telah banyak memberikan motivasi).
5. Seluruh staf pengajar MM UNDIP yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan studi.

Secara khusus, rasa terima kasih dan penghargaan ini disampaikan kepada Ibunda dan Ayahnda tercinta serta kakak dan adikku tercinta atas dorongan dan pengertiannya dalam penyelesaian thesis ini.

Akhir kata, semoga thesis ini dapat berguna bagi semua pihak yang membutuhkannya.

Semarang, Maret 2001

Ngesti Wahyu Utami

ABSTRACT

Investment in Jakarta Stock Exchange gives an unsatisfied result. Dividend announcement without categorization of there is or not dividend changes does not make change of stock price. It means that investor have not seen information of dividend share as valuable information that can effect market reaction. Phenomenon behind this research before about evidence of dividend announcement to market reaction at announcement of dividend are dividend initiation, dividend omission, and dividend cut are not much researched.

Samples are taken by purposive sampling, there are 17 samples (initiation), 22 samples (omission), and 11 samples (dividend cut). Methodology that is used is event study who was increased by Fama (1969) and regresion analysis is used as technical of analysis for those three of research purposes.

The result, dividend announcement in case of dividend initiation gives negative abnormal return and insignificant, and in case of dividend omission gives positive abnormal return but significant, while in case of dividend cut gives negative abnormal return and significant.

ABSTRAKSI

Investasi di Bursa Efek Jakarta memberikan hasil yang kurang memuaskan. Pengumuman dividen tanpa pengkategorian ada tidaknya perubahan dividen tidak membuat perubahan harga saham. Artinya pelaku pasar belum menganggap informasi pembagian dividen sebagai informasi berharga yang mampu mempengaruhi reaksi pasar. Fenomena dibalik penelitian terdahulu tentang pengaruh pengumuman dividen terhadap reaksi pasar pada kasus pengumuman perubahan dividen, yaitu *dividend initiation*, *dividend omission*, dan *dividend cut* belum banyak diteliti.

Teknik pengambilan sampel dilakukan secara *purposive*, diperoleh sampel sebanyak 17 sampel (*dividend initiation*), 22 sampel (*dividend omission*), dan 11 sampel (*dividend cut*). Metodologi yang digunakan adalah *event study* yang dikembangkan oleh Fama (1969) dan analisis regresi digunakan sebagai teknik analisis untuk ketiga tujuan penelitian.

Hasilnya, peristiwa pengumuman dividen pada kasus *dividend initiation* memberikan *abnormal return* negatif dan tidak signifikan, pada kasus *dividend omission* memberikan *abnormal return* positif tetapi signifikan, dan pada kasus *dividend cut* memberikan *abnormal return* negatif dan signifikan.

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Halaman Pengesahan	ii
Halaman Sertifikat	iii
Halaman Persembahan	iv
Kata Pengantar	v
Abstract	vii
Abstraksi	viii
Daftar Isi	ix
Daftar Tabel	xii
Daftar Gambar	xiii
Daftar Lampiran	xiv
Bab I PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang Penelitian	1
1.2. Perumusan Masalah	4
1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian	5
1.3.1. Tujuan Penelitian	5
1.3.2. Kegunaan Penelitian	6
Bab II TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS	7
2.1. Telaah Pustaka	7

	Halaman
2.1.1. Pengertian Dividen	7
2.1.2. Jenis Dividen	8
2.1.3. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen ...	9
2.1.4. Kandungan Informasi Dividen	12
2.1.5. Indeks Beta	15
2.2. Penelitian Terdahulu	16
2.2.1. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen Pertama Kalinya atau <i>Dividend Initiation</i>	16
2.2.2. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Penghapusan Dividen Pertama Kalinya atau <i>Dividend Omission</i>	18
2.2.3. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman <i>Dividend Cut</i>	20
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis	23
2.4. Hipotesis Penelitian	25
2.5. Definisi Operasional Variabel	26
Bab III METODOLOGI PENELITIAN	27
3.1. Jenis dan Sumber Data	27
3.1.1. Jenis Data	27
3.1.2. Sumber Data	27
3.2. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel	27
3.3. Teknik Analisis Data	29
3.3.1. Pengujian Normalitas Data	29
3.3.2. Koreksi Bias Beta Sekuritas	31
3.3.3. Pengujian Reaksi Pasar	33
3.3.4. Pengujian Hipotesis	36
Bab IV GAMBARAN UMUM OBJEK PENELITIAN	41
4.1. Pasar Modal sebagai Struktur Lembaga Kelembagaan Sektor Keuangan	41
4.2. Gambaran Singkat Perusahaan	43
4.2.1. Gambaran Singkat Perusahaan Pada Kasus <i>Dividend Initiation</i>	43

	Halaman
4.2.2. Gambaran Singkat Perusahaan Pada Kasus <i>Dividend Omission</i>	45
4.2.3. Gambaran Singkat Perusahaan Pada Kasus <i>Dividend Cut</i>	47
Bab V ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN	49
5.1. Pengujian Normalitas Data	49
5.2. Koreksi Bias Beta Sekuritas	50
5.3. Pengujian Reaksi Pasar	54
5.3.1. Pengumuman Dividen pada Kasus <i>Dividend Initiation</i>	54
5.3.2. Pengumuman Dividen pada Kasus <i>Dividend Omission</i>	57
5.3.3. Pengumuman Dividen pada Kasus <i>Dividend Cut</i>	61
Bab VI KESIMPULAN, IMPLIKASI MANAJERIAL, DAN SARAN ...	63
6.1. Kesimpulan	63
6.1.1. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen pada Kasus <i>Dividend Initiation</i>	63
6.1.2. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen pada Kasus <i>Dividend Omission</i>	64
6.1.3. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen pada Kasus <i>Dividend Cut</i>	64
6.2. Implikasi Manajerial	65
6.3. Keterbatasan Penelitian	66
DAFTAR REFERENSI	67

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1. Jumlah Perusahaan yang Membagi Dividen di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1995 - 1999	2
Tabel 2.1. Penelitian yang Sudah Dilakukan Terhadap Pengumuman Dividen pada Kasus <i>Dividend Initiation</i> , <i>Dividend Omission</i> , dan <i>Dividend Cut</i>	21
Tabel 4.1. Nama Perusahaan yang Melakukan <i>Dividend Initiation</i> ..	44
Tabel 4.2. Nama Perusahaan yang Melakukan <i>Dividend Omission</i> ..	45
Tabel 4.3. Nama Perusahaan yang Melakukan <i>Dividend Cut</i>	48
Tabel 5.1. Hasil Perhitungan Koefisien regresi selama <i>Estimation Period</i> (nilai alpha dan beta sebelum dan sesudah koreksi) Pada Kasus <i>Dividen Initiation</i>	51
Tabel 5.2. Hasil Perhitungan Koefisien regresi selama <i>Estimation Period</i> (nilai alpha dan beta sebelum dan sesudah koreksi) Pada Kasus <i>Dividen Omission</i>	52
Tabel 5.3. Hasil Perhitungan Koefisien regresi selama <i>Estimation Period</i> (nilai alpha dan beta sebelum dan sesudah koreksi) Pada Kasus <i>Dividen Cut</i>	53
Tabel 5.4. <i>Average Abnormal Return</i> dan <i>Cummulative Average Abnormal Return</i> pada periode 5 hari sebelum dan 5 hari setelah Peristiwa Pengumuman <i>Dividend Initiation</i>	55
Tabel 5.5. Hasil Uji Beda <i>Average Abnormal Return</i> Sebelum dan Setelah Peristiwa Pengumuman <i>Dividend Initiation</i>	57
Tabel 5.6. <i>Average Abnormal Return</i> dan <i>Cummulative Average Abnormal Return</i> pada periode 5 hari sebelum dan 5 hari setelah Peristiwa Pengumuman <i>Dividend Omission</i>	58
Tabel 5.7. Hasil Uji Beda <i>Average Abnormal Return</i> Sebelum dan Setelah Peristiwa Pengumuman <i>Dividend Omission</i>	60
Tabel 5.8. <i>Average Abnormal Return</i> dan <i>Cummulative Average Abnormal Return</i> pada periode 5 hari sebelum dan 5 hari setelah Peristiwa Pengumuman <i>Dividend Cut</i>	62
Tabel 5.9. Hasil Uji Beda <i>Average Abnormal Return</i> Sebelum dan Setelah Peristiwa Pengumuman <i>Dividend Cut</i>	63

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis	24
Gambar 5.1. <i>Average Abnormal Return</i> dan <i>Cummulative Average Abnormal Return</i> pada Peristiwa <i>Dividend Initiation</i>	55
Gambar 5.2. <i>Abnormal Return</i> dan <i>Cummulative Average Abnormal Return</i> pada Peristiwa <i>Dividend Omission</i>	58
Gambar 5.3. <i>Abnormal Return</i> dan <i>Cummulative Average Abnormal Return</i> pada Peristiwa <i>Dividend Cut</i>	61

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran A

Standardized Value pada Pengujian Normalitas Data

Lampiran B

Return Individu dan Return Pasar Selama Estimation Period

Lampiran C

Koefisien Regresi untuk *Single Index Market Model*

Lampiran D

Abnormal Return selama *Event Period*

Lampiran E

Standardized Abnormal Return Selama *Event Period*

Lampiran F

Uji Statistik (uji t)

Lampiran G

Uji Beda Sebelum dan Setelah Peristiwa

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian

Perusahaan yang *go public* mempunyai akses dana dari publik dengan menjual sebagian *share* kepemilikannya dengan berbagai instrumen pasar modal. Sebagai imbalan dana yang diterima dari publik, investor sebagai orang yang membeli saham akan mendapatkan hak kepemilikan atas perusahaan dan dividen dari laba sebagai *return* modal yang diinvestasikan. Sebelum memutuskan untuk membeli atau tidak suatu saham, investor tentu akan mempertimbangkan *return* dan resiko yang ada pada aset yang dibelinya. *Return* yang diharapkan dari saham biasa oleh investor dapat berupa dividen dan atau *capital gain*. Dividen merupakan salah satu hasil yang diharapkan investor ketika membeli saham selain *capital gain*. Bagi investor, dividen juga merupakan salah satu alat *signaling* yang mampu memberikan berbagai sinyal tentang prospek perusahaan. Pengumuman dividen menjadi dasar bagi investor untuk memperkirakan *the firm's current earnings*, juga *the expected future earnings*.

Pasar modal Indonesia (yang diwakili oleh Bursa Efek Jakarta) mengalami perkembangan yang cukup pesat dalam dasawarsa terakhir, sebelum akhirnya diguncang krisis moneter yang berkepanjangan hingga saat ini. Tercatat, indeks yang pada pertengahan 1997 pernah mencapai puncak di posisi 742 poin, turun

tajam hingga posisi 231 poin. Pada tahun 1998 dan 1999 tambahan emiten baru di bursa minim sekali, diperparah dengan 12 emiten yang terkena delisting.

Pembagian dividen sebagai satu indikator kinerja perusahaan tidak terlepas pula dari pengaruh ekonomi makro. Nilai Rupiah yang terdepresiasi terhadap Dollar telah membuat sebagian besar hutang perusahaan dalam Dollar yang tidak terlindungi oleh mekanisme *hedging* mengakibatkan perusahaan rugi besar akibat selisih kurs. Kerugian yang diderita membuat perusahaan tidak mampu membagikan laba dalam bentuk dividen kepada pemegang sahamnya. Tabel 1.1. menunjukkan jumlah perusahaan yang mengumumkan dividen menurut kasus pembagian dividen (*dividen inisiasi*, *dividen omission*, dan penurunan dividen) selama periode 1995 - 1999 di Bursa Efek Jakarta.

Tabel 1.1. Jumlah Perusahaan yang Membagi Dividen di Bursa Efek Jakarta Selama Tahun 1995 - 1999

Peristiwa Dividen	Tahun 1995	Tahun 1996	Tahun 1997	Tahun 1998	Tahun 1999	Total
<i>Dividend Initiation</i>	-	-	17	-	-	17
<i>Dividend Omission</i>	-	-	-	22	-	22
<i>Dividend Cut</i>	-	-	11	-	-	11

Sumber : data sekunder yang diolah, 2001

Pengumuman dividen mempengaruhi pengharapan investor terhadap prospek dan resiko perusahaan yang pada gilirannya mempengaruhi harga saham perusahaan. Berbagai penelitian empiris berkaitan isu pengaruh pengumuman dividen terhadap harga saham memberikan hasil yang konsisten. Pembayaran dividen pertama kali atau inisiasi dividen diasosiasikan dengan kenaikan harga di

atas 3% (Asquith dan Mullins, 1983 dan Healy dan Palepu, 1988). Sedang penghapusan dividen pertama kali atau *dividend omission* diasosiasikan dengan penurunan harga sebesar 7% (Healy dan Palepu, 1988).

Michaely (1995) menguji ada tidaknya *excess return* setelah pasar menerima informasi pengumuman dividen. Terdapat tiga alasan bagi peneliti untuk mengharapkan *excess return* dalam kurun waktu satu tahun setelah dilakukan pengumuman perubahan dividen. Alasan pertama adalah terjadinya *post-earning announcement drift* (Ball dan Brown, 1968, Foster, et.al, 1984; dan Bernard dan Thomas, 1989 dan 1990). Semenjak perusahaan mengumumkan laba kuartalan, maka harga saham terus naik hingga dua kuartal ke depan. Demikian juga dengan peristiwa inisiasi, peneliti juga mengharapkan kenaikan harga saham setelah pengumuman, tetapi tidak demikian dengan omisi, harga cenderung turun setelah pengumuman.

Alasan kedua, penelitian telah membuktikan bahwa terjadi pola yang berlawanan dari harga saham. Beberapa penelitian membuktikan terjadinya *over reaction* atau terjadinya revisi harga. Sebagai contoh, Bremer dan Sweeny (1991) meneliti semua perubahan harga saham yang lebih besar dari 10% dalam sehari di NYSE. Mereka menemukan bahwa setelah enam hari berikut, terjadi *rebound* dari sampel yang mengalami *loser*, tetapi hal ini tidak terjadi pada saham *winner*. De Bondt dan Thaler (1985 dan 1987) menyebut hal ini sebagai bukti *over reaction* dari akumulasi kabar buruk selama periode formasi. Peneliti dapat mengharapkan hal yang sama terjadi pada pengumuman perubahan dividen

(omissi), terutama semenjak perusahaan yang melakukan omissi menjadi *loser* dalam jangka panjang.

Alasan ketiga, mengapa peneliti dapat berharap akan terjadinya *excess return* setelah insiasi atau omisi adalah adanya kecenderungan bahwa tindakan tersebut akan mengakibatkan perubahan dalam struktur kepemilikan perusahaan (*clientele effect*). Hal ini mungkin terjadi karena perbedaan kepentingan, beberapa investor individu menolak bentuk dividen tunai karena alasan pajak, sedang yang lain lebih memilih dividen tunai (Black dan Scholes, 1974; Shefrin dan Statman, 1984). Perbedaan kepentingan ini yang bisa mengakibatkan perubahan dalam struktur kepemilikan saham, yang pada akhirnya akan mempengaruhi harga saham, di mana pada pasar yang efisien perubahan ini akan terjadi secara instan.

Berdasar ide pemikiran dari ketiga alasan di atas yang dikemukakan oleh Michaely, et.al (1995), maka penelitian ini juga akan mengkaji permasalahan yang sama, yaitu reaksi pasar terhadap peristiwa perubahan dividen (inisiasi dan omissi) dengan perluasan pada peristiwa pemotongan dividen.

2.2. Perumusan masalah

Penelitian tentang reaksi pasar terhadap pengumuman dividen di Bursa Efek Jakarta memberikan hasil yang kurang memuaskan. Pengumuman dividen tanpa pengkategorian ada tidaknya perubahan dividen tidak membuat perubahan harga saham. Artinya pelaku pasar belum menganggap informasi pembagian

dividen sebagai informasi berharga yang mampu mempengaruhi reaksi pasar. Fenomena dibalik penelitian terdahulu tentang pengaruh pengumuman dividen terhadap reaksi pasar pada kasus pengumuman perubahan dividen, yaitu inisiasi, omisi dan penurunan deviden belum banyak diteliti secara komprehensif.

Berdasarkan fenomena ini maka perumusan masalah yang akan diuji dan dianalisis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana reaksi pasar terhadap pengumuman pembagian dividen pertama kalinya atau *Dividend Initiation*?
2. Bagaimana reaksi pasar terhadap pengumuman penghapusan dividen pertama kalinya *Dividend Omission*?
3. Bagaimana reaksi pasar terhadap pengumuman *Dividend Cut*?

1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1. Tujuan Penelitian

1. Menguji dan menganalisis reaksi pasar terhadap pengumuman pembagian dividen pertama kalinya atau *Dividend Initiation*.
2. Menguji dan menganalisis reaksi pasar terhadap pengumuman penghapusan dividen pertama kalinya *Dividend Omission*.
3. Menguji dan menganalisis reaksi pasar terhadap pengumuman *Dividend Cut*.

1.3.2. Kegunaan Penelitian

1. Bagi investor, penelitian ini dapat digunakan sebagai dasar pertimbangan dalam melakukan investasi, khususnya saham dengan melihat fundamental perusahaan melalui pengumuman perubahan dividen.
2. Bagi emiten, sebagai masukan berharga yang berkaitan dengan kebijakan dividen yang mereka lakukan.
3. Bagi bidang akademik, sebagai tambahan bukti empiris terhadap pengembangan riset manajemen keuangan dan pasar modal.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

2.1. Telaah Pustaka

2.1.1. Pengertian Dividen

Dividen adalah nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan (*retained earning*) yang disimpan sebagai cadangan bagi perusahaan (Ang, 1997). Perusahaan yang menjual sahamnya kepada masyarakat akan menerbitkan laporan keuangan. Dalam laporan keuangan, tertulis berapa keuntungan perusahaan pada tahun bersangkutan. Kemudian dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) akan diputuskan besarnya dividen yang akan diterima oleh para pemegang saham.

Dividen perlu diputuskan dalam rapat Umum Pemegang Saham, sebab selain untuk dibagikan sebagai dividen, laba perusahaan juga dapat dialokasikan dalam laba ditahan (*retained earning*). Proporsi pembagian laba perusahaan menjadi laba ditahan dan dividen tergantung pada Rapat Umum Pemegang Saham dan kondisi perusahaan saat itu. Suatu waktu Rapat Umum Pemegang Saham memutuskan untuk tidak membagikan dividen dan mengalokasikan seluruh labanya sebagai laba ditahan sebab perusahaan sedang melakukan ekspansi, tetapi dapat juga diputuskan seluruh laba perusahaan dibagikan sebagai dividen (Sawidji, 1997)

2.1.2. Jenis Dividen

Berdasarkan hubungan dengan tahun buku, dividen dapat dibedakan atas dua jenis, yaitu: (1) Dividen Interim; dan (2) Dividen Final (Ang, 1997).

Dividen Interim merupakan dividen yang dibayarkan oleh perseroan antara tahun buku satu dengan tahun buku berikutnya, atau antara dua dividen final satu dengan dividen final berikutnya. Dividen interim dapat dibayarkan beberapa kali dalam setahun. Di Indonesia, jenis dividen ini tidak ada. Dividen interim ini salah satu tujuannya untuk memacu kinerja saham perusahaan di bursa.

Dividen final merupakan dividen hasil pertimbangan setelah penutupan tahun buku perusahaan pada tahun sebelumnya yang dibayarkan pada tahun buku berikutnya. Dividen final ini juga memperhitungkan dan mempertimbangkan hubungan dengan dividen interim yang telah dibayarkan untuk tahun buku tersebut.

Berdasarkan bentuk dividen yang dibayarkan, dividen dapat dibedakan atas dua jenis, yaitu : (1) Dividen tunai/ *cash dividend*; (2) Dividen saham/ *stock dividend* (Ang, 1997).

Dividen tunai (*cash dividend*), merupakan dividen yang dibayarkan dalam bentuk uang tunai. Sedangkan dividen saham (*stock dividend*) merupakan dividen

yang dibayarkan dalam bentuk saham dengan proporsi tertentu. Nilai suatu dividen tunai tentunya sesuai dengan nilai tunai yang diberikan.

Tujuan emiten untuk memberikan dividen dalam bentuk tunai adalah untuk memacu kinerja saham di bursa efek, yang juga merupakan *return* kepada para pemegang saham. Sedang dividen yang diberikan dalam bentuk saham, disamping tujuan yang sama dengan dividen tunai, juga bertujuan untuk meningkatkan likuiditas perdagangan saham di bursa efek. Di samping itu pemberian dividen dalam bentuk saham kadang-kadang juga diberikan karena memperhatikan likuiditas keuangan perusahaan. Direksi menilai bahwa likuiditas keuangan perusahaan tidak memungkinkan pembayaran dividen dalam bentuk tunai, sehingga diputuskan dibayarkan dalam bentuk saham baru (dividen saham).

2.1.3. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Faktor-faktor yang dipertimbangkan dalam memutuskan suatu usulan dividen oleh Dewan Direksi antara lain keuntungan perseroan, prospek pertumbuhan usaha, posisi kas (likuiditas), aspek hukum, dan keadaan pasar (Ang, 1997).

Keuntungan perusahaan merupakan faktor pertama yang menjadi pertimbangan Direksi walaupun untuk membayar dividen perusahaan rugipun dapat melaksanakannya, karena adanya cadangan dalam bentuk laba ditahan.

Namun demikian hubungan antara keuntungan perusahaan dengan keputusan dividen masih merupakan suatu hubungan yang penting.

Laba bersih yang dicadangkan, pada umumnya dipertimbangkan untuk keperluan investasi lebih lanjut atau untuk prospek perluasan usaha. Hal ini tentunya berkaitan erat dengan rencana tahunan dan anggaran yang telah dipersiapkan oleh Direksi, sehingga jika perluasan usaha yang cukup besar akan mengakibatkan cadangan yang diambil dari laba bersih akan semakin besar berarti dividen akan semakin kecil. Disamping itu, Direksi juga akan mempertimbangkan faktor posisi kas perseroan (*current asset*) untuk memastikan posisi likuiditas seandainya dividen dibayarkan dalam bentuk tunai. Aspek berikutnya yang menjadi pertimbangan adalah aspek hukum. Direksi akan memastikan bahwa dividen yang dibagikan proporsinya tidak melanggar hukum atau suatu perjanjian / kontrak, misalnya perseroan mempunyai hutang dengan pihak kreditur dalam bentuk pinjaman, dan kontrak perjanjian pinjaman tersebut mempunyai batasan yang diperbolehkan dalam membayar dividen.

Faktor terakhir adalah ekspektasi pasar dimana pada umumnya pasar telah memasang suatu harapan akan besarnya dividen yang akan diterima, sehingga harga pasar saham yang berlaku pada saat itu biasanya sudah diberikan *premium* oleh para investor sehingga harganya relatif lebih tinggi. Ekspektasi yang demikian kalau terjadi dividen yang dibayarkan lebih kecil atau jauh lebih kecil daripada harapan investor, maka akan mengakibatkan terjadinya pelepasan saham

perseroan di bursa efek yang cukup berbahaya, yang akan mengakibatkan terjadinya penurunan harga yang tajam.

Aspek-aspek lain juga dipertimbangkan oleh Direksi seperti pertumbuhan industri, ekonomi, dan lain-lain. Sehingga sampai pada keputusan akhir tentang usulan dividen yang akan disampaikan dalam RUPS.

Menurut Bambang Riyanto (1995), kebijakan dividen suatu perusahaan akan dipengaruhi oleh beberapa faktor, antara lain:

1. Posisi likuiditas perusahaan. Kalau perusahaan berusaha menaikkan posisi likuiditasnya sehingga diperlukan kas, maka pembagiannya kecil.
2. Kebutuhan dana untuk membayar hutang. Jika perusahaan membutuhkan dana untuk melunasi hutang diambil dari laba ditahan, maka dividen yang dibagikan jumlahnya kecil dan sebaliknya.
3. Tingkat pertumbuhan perusahaan. Makin cepat tingkat pertumbuhan perusahaan akan semakin besar dana yang dibutuhkan, berarti akan semakin kecil dividen yang dibayarkan.
4. Pengawasan terhadap perusahaan. Jika ekspansi dibiayai dengan sumber dana intern dari laba ditahan dalam rangka mempertahankan kontrol terhadap pengawasan perusahaan, berarti pembayaran dividen kecil.

Dari faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen tersebut diatas akan dapat ditentukan besarnya bagian laba setelah pajak yang harus dibagikan kepada para pemegang saham.

2.1.4. Kandungan Informasi Dividen

Manajemen memiliki informasi mengenai pendapatan masa depan perusahaan dibanding publik (yang termasuk pemegang saham perusahaan). Situasi informasi asimetrik ini menunjukkan bahwa manajer akan berusaha untuk menyampaikan informasi ke publik jika mereka memiliki insentif, satu cara untuk menyampaikan informasi adalah dengan mengumumkan perubahan dividen perusahaan. Pengumuman dividen ini disebut alat pemberi sinyal (*signaling device*).

2.1.4.1. Pemberi sinyal

Kesimpulan yang sederhana mengenai perubahan dividen adalah pengumuman kenaikan dividen merupakan sinyal bahwa manajemen telah menaikkan perkiraan pendapatan masa depan perusahaan. Oleh karena itu, pengumuman kenaikan dividen merupakan 'kabar baik' dan pada gilirannya akan menaikkan ekspektasi mereka mengenai pendapatan masa depan perusahaan. Sebaliknya, pengumuman penurunan dividen adalah signal bahwa manajemen telah menurunkan perkiraan pendapatan masa depan perusahaan. Pengumuman penurunan dividen perusahaan merupakan 'kabar buruk' dan pada gilirannya akan menyebabkan investor menurunkan perkiraan pendapatan masa depan perusahaan. Satu implikasi dari pengumuman kenaikan dividen akan menyebabkan kenaikan harga saham perusahaan dan pengumuman penurunan

dividen akan menyebabkan penurunan harga saham perusahaan (Sharpe, et.al, 1997).

Satu cara untuk menguji jika perubahan dividen menyampaikan informasi ke publik adalah dengan melihat reaksi harga saham atas pengumuman perubahan dividen. Namun melakukan studi semacam ini harus hati-hati karena pengumuman dividen perusahaan sering dilakukan pada saat perusahaan mengumumkan pendapatannya. Jadi jika pengumuman dilakukan pada saat yang sama, setiap perubahan harga di saham biasa perusahaan mungkin diatributkan ke salah satu atau ke kedua pengumuman.

Pada kasus-kasus perusahaan yang mengumumkan kenaikan dividen, terdapat reaksi positif yang signifikan atas harga saham mereka. Sebaliknya, untuk kasus mengenai perusahaan mengumumkan penurunan dividen mereka, terdapat reaksi negatif yang signifikan atas harga saham mereka. Penemuan ini mendukung hipotesa kandungan informasi dividen, dengan pengumuman berisi informasi mengenai prospek masa depan perusahaan.

2.1.4.2. Dividen permulaan dan penghapusan dividen

Satu studi memperhatikan hubungan perubahan dividen dan perubahan pendapatan masa lalu, masa sekarang, dan masa depan. Studi tersebut memfokuskan pada dampak pengumuman dividen yang paling dramatis (dividen permulaan dan penghapusan dividen) karena informasi yang disebarkan melalui pengumuman ini sangat jelas (Sharpe, et.al, 1997).

Jadi jika hipotesa kandungan informasi dividen adalah benar, maka perusahaan yang mulai membayar dividen untuk pertama kalinya di 10 tahun terakhir pasti memberi signal bahwa mereka percaya bahwa pendapatan telah meningkat ke tingkat yang lebih tinggi secara permanen dan mungkin pendapatan akan naik lebih tinggi lagi di masa depan. Pertanyaannya adalah apakah perusahaan sesungguhnya memperoleh pendapatan di sekitar permulaan dan sesudahnya. Sebaliknya, perusahaan yang telah membayar paling tidak untuk 10 tahun dan tiba-tiba berhenti membayar dividen mengalami penurunan pendapatan ke tingkat pendapatan yang lebih rendah secara permanen dan mungkin pendapatannya akan semakin menurun lagi di masa depan. Pertanyaannya adalah apakah perusahaan sesungguhnya mengalami pendapatan yang lebih rendah di sekitar penghapusan dan sesudahnya.

Jawaban didukung oleh hipotesa kandungan informasi dividen. Khususnya studi menemukan bahwa pendapatan yang cenderung naik paling tidak untuk satu tahun yang mengarah pada permulaan pembayaran dividen dan penurunan selama dua tahun mengarah pada penghapusan dividen. Selain itu pendapatan yang terus meningkat paling tidak satu tahun setelah permulaan pembayaran dividen dan cenderung menurun untuk satu tahun setelah penghapusan perubahan itu tampaknya permanen. Semakin besar perubahan harga saham perusahaan saat permulaan atau penghapusan dividen diumumkan, semakin besar perubahan

pendapatan perusahaan pada tahun pengumuman dan tahun sesudahnya. Jadi dividen memberikan informasi mengenai pendapatan (Sharpe, et.al, 1997).

2.1.5. Indeks Beta

Indeks beta menunjukkan tingkat sensitivitas suatu saham terhadap kondisi pasar secara umum (Sawidji, 1997). Indeks beta ditentukan dengan cara membandingkan tingkat resiko yang dimiliki suatu saham terhadap resiko seluruh saham. Resiko tersebut dicerminkan oleh fluktuasi harga saham bersangkutan dan harga pasar rata-rata dari seluruh saham yang tercatat. Apabila indeks beta suatu saham 0, ini berarti bahwa saham tersebut bebas dari resiko. Artinya, meskipun semua saham yang tercatat rata-rata mengalami perubahan harga (naik atau turun), saham yang mempunyai indeks beta 0 itu tidak mengalami perubahan harga sama sekali. Jadi saham yang memiliki indeks beta 0 itu tidak terpengaruh oleh situasi pasar saham secara umum.

Indeks beta yang normal adalah 1. Ini dapat terjadi jika rata-rata peningkatan harga seluruh saham yang tercatat meningkat, dan persentase yang sama dengan saham yang memiliki indeks beta 1.

Indeks beta dapat negatif dan dapat juga positif. Indeks beta negatif, berarti selalu terjadi kondisi berlawanan. Jika secara umum harga saham mengalami kenaikan, maka saham yang memiliki indeks beta negatif akan mengalami penurunan, begitu juga sebaliknya.

Indeks beta sangat membantu investor dalam melakukan investasinya. Indeks beta juga berguna untuk mengukur seberapa besar tingkat keberanian investor menanggung resiko. Semakin berani investor menanggung resiko, maka akan memilih saham-saham yang memiliki indeks beta besar, begitu juga sebaliknya. Atau jika investor ingin mengoptimalkan resikonya, yaitu dengan resiko yang minimal tetapi dengan mendapatkan penghasilan yang maksimum, maka dapat mengkombinasikan beberapa saham dengan indeks beta yang berbeda-beda.

Di Indonesia indeks beta belum diperhitungkan, sebab memang belum ada lembaga yang menghitungnya. Kesulitan utama untuk menghitung indeks beta terletak pada akurasi perhitungan angkanya.

2.2. Penelitian Terdahulu

2.2.1. Reaksi pasar terhadap pengumuman dividen pertama kalinya atau *Dividend Initiation*.

Hipotesis kandungan informasi menyebutkan bahwa pasar menganggap kenaikan dividen sebagai sinyal kenaikan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa datang. Kenaikan dividen dapat dianggap sebagai sinyal keuntungan perusahaan. Perusahaan menaikkan pembagian dividen kalau arus kas yang ada di perusahaan mencukupi. Manajer perusahaan akan berusaha menyampaikan informasi yang sebenarnya, informasi yang salah akan merugikan perusahaan itu sendiri. Perusahaan akan kehilangan kepercayaan dari investor.

Kenaikan jumlah dividen tanpa arus kas yang mencukupi menimbulkan kerugian kalau perusahaan harus menutupi kekurangan kas dengan menerbitkan saham baru.

Perusahaan yang sebelumnya tidak membayar dividen lalu membayar dividen pertama kalinya membuat perubahan kebijakan dividen yang sangat jelas dan penting. Pembayaran dividen tersebut merupakan alat komunikasi perusahaan paling nyata kepada pasar dengan menggunakan kesehatan ekonomi perusahaan. Manajer perusahaan tidak akan membayar dividen kalau mereka tidak yakin mengenai pertumbuhan laba dan arus kas perusahaan yang akan datang.

Penelitian sebelumnya menguji reaksi pasar terhadap pengumuman kenaikan dan penurunan dividen sekaligus menemukan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman dividen. Charest (1978) menemukan adanya *abnormal return* yang positif terjadi pada saat pengumuman kenaikan dividen dan *abnormal return* yang negatif terjadi pada saat pengumuman penurunan dividen.

Penelitian lebih lanjut dilakukan oleh Asquith dan Mullins (1983) mempelajari dampak perubahan dividen pertama kalinya pada kesejahteraan pemegang saham. Mereka menemukan bahwa pembayaran dividen pertama kalinya menaikkan kesejahteraan pemegang saham. Hasilnya menunjukkan diperolehnya *abnormal return* positif dan signifikan pada pengumuman perubahan dividen pertama kalinya.

Penelitian lainnya menguji sekaligus reaksi pasar atas pengumuman membayar dan menghapus dividen pertama kalinya juga menemukan reaksi pasar

yang positif atas pengumuman pembayaran dividen pertama kalinya. Healy dan Palepu (1988) menguji reaksi pasar atas kebijakan perusahaan untuk menghapus dividen pertama kalinya (1969-1980) dan kebijakan perusahaan untuk membayarkan dividen pertama kalinya (1970-1979).

Michael et.al (1995) menggunakan data perusahaan yang terdaftar di NYSE/AMEX (1964-1988) sebagai sampel data untuk perusahaan yang membayar dan menghapus dividen pertama kalinya. Mereka mengevaluasi kinerja perusahaan sebelum, selama, dan sesudah event. Hasil yang diperoleh adalah bahwa pasar bereaksi positif terhadap kebijakan perusahaan yang membayar dividen pertama kalinya.

2.2.2. Reaksi pasar terhadap pengumuman penghapusan dividen pertama kalinya atau *Dividend Omission*.

Hipotesis kandungan informasi dividen menyebutkan bahwa pasar menganggap penurunan dividen sebagai sinyal penurunan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa datang. Perusahaan yang sebelumnya membayar dividen, lalu menghapus dividen pertama kalinya membuat perubahan kebijakan dividen yang sangat jelas dan penting. Pasar akan bereaksi negatif terhadap perusahaan yang menghapus dividen pertama kalinya.

Penelitian sebelumnya menemukan reaksi pasar yang negatif terhadap pengumuman penurunan dividen (Charest, 1978). Penelitian yang lebih khusus

menguji reaksi pasar terhadap pengumuman penghapusan dividen pertama kalinya menemukan adanya abnormal return yang negatif dan signifikan. Christie (1990), menguji *zero dividend firm* yang terdaftar di NYSE mulai tahun 1976 sampai 1985. Setiap bulan, perusahaan diklasifikasikan *zero dividend firm* jika perusahaan tidak pernah mengumumkan dividen sejak listing di NYSE atau perusahaan mengumumkan bahwa mereka tidak akan membayar dividen yang berikutnya. Perusahaan ini dibagi tiga kelompok yaitu perusahaan yang tidak pernah membayar dividen kas (*non dividend paying firms*), perusahaan yang membayar dividen pertama kalinya setelah lebih dua bulan perusahaan listing di NYSE (*dividend initiating firms*), dan perusahaan yang menghapus dividen pertama kalinya setelah membayar dividen lebih dari dua bulan (*dividend omitting firms*). Christie (1990) melaporkan bahwa *zero dividend firm* mendapat *ekses return* rata-rata negatif relatif terhadap perusahaan lainnya yang memiliki ukuran (*size*) sama. Walaupun dia tidak memisahkan *non dividend paying firm* dengan *dividend omitting firms*, dia melaporkan satu analisis untuk *dividend omitting firms* yang menunjukkan *return* negatif relatif terhadap sampel perusahaan yang membayar dividen.

Penelitian lainnya yang menguji sekaligus reaksi pasar atas pengumuman membayar dan menghapus dividen pertama kalinya juga menemukan reaksi pasar yang negatif atas pengumuman penghapusan dividen pertama kalinya, misalnya Healy dan Palepu (1988) dan Michaely, et.al (1995).

Michaely, et.al (1995), mendukung hasil penelitian Healy dan Palepu (1988) yaitu pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman penghapusan dividen pertama kalinya.

Besarnya reaksi jangka pendek untuk perusahaan yang menghapus dividen pertama kalinya (reaksi negatif) lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang membayar dividen pertama kalinya (reaksi positif). Besarnya reaksi pasar untuk penghapusan dividen pertama kalinya adalah dua kali dari reaksi pasar untuk pembayaran dividen pertama kalinya. Perbedaan reaksi ini diduga karena penghapusan dividen pertama kalinya lebih banyak mengandung informasi.

2.2.3. Reaksi pasar terhadap pengumuman *Dividend Cut*.

Signaling theory menyatakan bahwa pasar cenderung menginterpretasikan penurunan dividen sebagai sinyal penurunan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa yang akan datang. Hal ini berakibat pasar akan bereaksi negatif terhadap penurunan dividen.

Agency theory menyatakan penurunan dividen akan menyediakan dana internal bagi perusahaan sehingga perusahaan tidak perlu mencari dana ke pasar modal. Tetapi hal ini akan menaikkan biaya keagenan karena investor harus menaikkan kontrol terhadap manajer agar menggunakan dana secara bertanggung jawab. Hal ini juga berakibat investor akan bereaksi negatif terhadap penurunan dividen.

Berdasarkan penelitian terdahulu disimpulkan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan dalam pengumuman perubahan dividen baik kenaikan maupun penurunan (Petit, 1972 dan Aharony & Swary, 1980). Gosh dan Wolridge (1988) serta De Angelo & De angelo (1990), secara khusus menguji reaksi pasar terhadap *dividend cut* dan *dividend omission* dan mendapatkan hasil *abnormal return* negatif dan signifikan pada perusahaan yang melakukan *dividend cut* dan *dividend omission*. Penelitian lain yang menggabungkan *dividend cut* dengan *dividend omission* juga mendapatkan hasil *abnormal return* negatif pada perusahaan yang melakukan *dividend omission* dan menurunnya kinerja perusahaan pada periode setelah pengumuman (Dhillon & Johnson (1994), Michaely et.al (1996)).

Dari berbagai penelitian yang telah dilakukan diatas, maka dapat diringkas dalam tabel berikut ini.

Tabel 2.1. Penelitian yang Sudah Dilakukan Terhadap Pengumuman Dividen pada kasus *Dividend Initiation*, *Dividend Omission*, dan *Dividend Cut*

No	Nama Peneliti (tahun)	Tujuan Penelitian	Hasil Penelitian
1	Petit (1972)	meneliti pengumuman perubahan dividen baik kenaikan maupun penurunan	terdapat <i>AR</i> yang signifikan pada pengumuman perubahan dividen baik kenaikan maupun penurunan
2	Charest (1978)	menguji reaksi pasar terhadap pengumuman kenaikan dan penurunan dividen	Adanya <i>AR</i> yang positif pada saat pengumuman kenaikan dividen dan <i>AR</i> yang negatif pada saat pengumuman penurunan dividen.

No	Nama Peneliti (tahun)	Tujuan Penelitian	Hasil Penelitian
3	Aharony dan Swary (1980)	meneliti pengumuman perubahan dividen baik kenaikan maupun penurunan	Adanya <i>AR</i> yang positif pada saat pengumuman kenaikan dividen dan <i>AR</i> yang negatif pada saat pengumuman penurunan dividen.
4	Asquith dan Mullins (1983)	mempelajari dampak perubahan dividen pertama kalinya pada kesejahteraan pemegang saham.	Pembayaran dividen pertama kalinya menaikkan kesejahteraan pemegang saham. Diperoleh <i>AR</i> yang positif dan signifikan pada pengumuman perubahan dividen pertama kalinya.
5	Healy dan Palepu (1988)	menguji reaksi pasar atas pengumuman membayar dividen pertama kalinya (1970-1979) dan menghapus dividen pertama kalinya (1969-1980)	reaksi pasar yang positif atas pengumuman pembayaran dividen pertama kalinya dan reaksi pasar yang negatif atas pengumuman penghapusan dividen pertama kalinya
6	Gosh dan Wolridge (1988)	menguji reaksi pasar terhadap <i>dividend cut</i> dan <i>dividend omission</i>	terdapat <i>AR</i> negatif dan signifikan pada perusahaan yang melakukan <i>dividend cut</i> dan <i>dividend omission</i>
7	Christie (1990)	menguji <i>zero dividend firm</i> yang terdaftar di NYSE (1976-1985)	<i>zero dividend firm</i> terdapat <i>AR</i> rata-rata negatif relatif terhadap perusahaan lainnya yang memiliki ukuran (<i>size</i>) sama
8	De Angelo & De Angelo (1990)	menguji reaksi pasar terhadap <i>dividend cut</i> dan <i>dividend omission</i>	diperoleh <i>AR</i> yang negatif dan signifikan pada perusahaan yang melakukan <i>dividend cut</i> dan <i>dividend omission</i>
9	Michaely et.al (1995)	mengevaluasi kinerja perusahaan yang terdaftar di NYSE / AMEX (1964-1988) sebelum, selama, dan sesudah <i>event</i> (membayar dan menghapus dividen pertama kalinya)	pasar bereaksi positif terhadap kebijakan perusahaan yang membayar dividen pertama kalinya dan bereaksi negatif terhadap kebijakan perusahaan yang menghapus dividen pertama kalinya

No	Nama Peneliti (tahun)	Tujuan Penelitian	Hasil Penelitian
10	Dhillon & Johnson (1994)	menguji reaksi pasar terhadap <i>dividend cut</i> dan <i>dividend omission</i>	terdapat <i>AR</i> negatif dan signifikan pada perusahaan yang melakukan <i>dividend cut</i> dan <i>dividend omission</i> dan menurunnya kinerja perusahaan pada periode setelah pengumuman

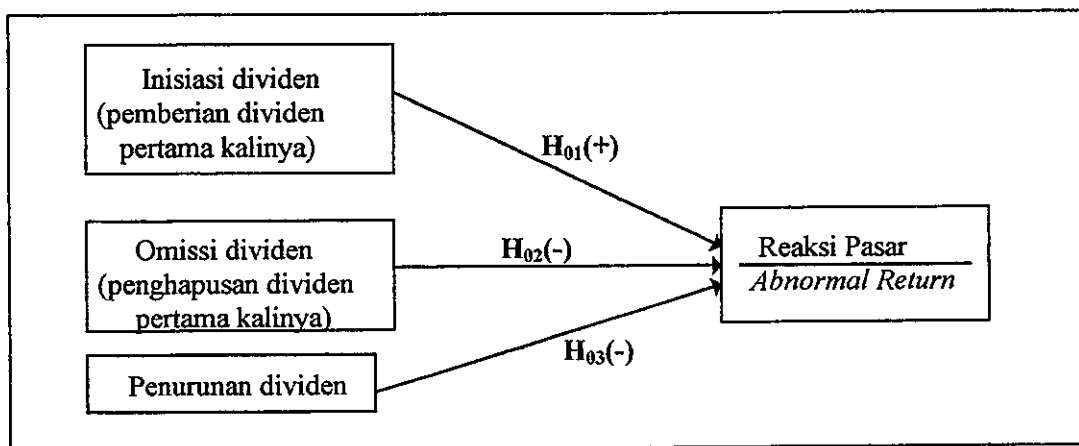
Keterangan : *AR* = *abnormal return*

2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Satu cara untuk menguji jika perubahan dividen menyampaikan informasi ke publik adalah dengan melihat reaksi pasar atas pengumuman dividen. Penelitian yang pernah dilakukan adalah memperhatikan hubungan perubahan dividen dan perubahan pendapatan masa lalu, masa sekarang, dan masa depan. Penelitian tersebut memfokuskan pada dampak pengumuman perubahan kebijakan dividen yang paling dramatis (*dividen permulaan*, *penghapusan dividen*, dan *penurunan dividen*) karena informasi yang disebarkan melalui pengumuman ini sangat jelas pengaruhnya terhadap reaksi pasar (Sharpe, et.al, 1997).

Jadi jika hipotesa kandungan informasi dividen adalah benar, maka perusahaan yang mulai membayar dividen untuk pertama kalinya di 10 tahun terakhir pasti memberi signal bahwa mereka percaya bahwa pendapatan telah meningkat ke tingkat yang lebih tinggi secara permanen dan mungkin pendapatan akan naik lebih tinggi lagi di masa depan.

Sebaliknya, perusahaan yang telah membayar paling tidak untuk 10 tahun dan tiba-tiba berhenti membayar dividen mengalami penurunan pendapatan ke tingkat pendapatan yang lebih rendah secara permanen dan mungkin pendapatannya akan semakin menurun lagi di masa depan. Begitu pula dengan perusahaan yang memotong dividennya mengalami penurunan pendapatan ke tingkat pendapatan yang lebih rendah dan mungkin pendapatannya akan semakin menurun lagi di masa depan.



Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis

Peterson (Harijono, 1999) mendefinisikan *event study* sebagai suatu pengamatan mengenai pergerakan harga saham di pasar modal untuk mengetahui apakah ada *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham sebagai dampak dari suatu peristiwa tertentu. *Event study* digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*).

Jika suatu peristiwa atau pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu peristiwa atau pengumuman tersebut

diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sekuritas bersangkutan. Reaksi ini biasanya diukur dengan konsep *abnormal return*. Peristiwa atau pengumuman yang mengandung informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya, suatu peristiwa atau pengumuman yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar, dan jika *abnormal return* tersebut diperoleh pada hari dimana peristiwa atau pengumuman itu terjadi, maka pasar dikatakan memenuhi efisiensi pasar bentuk setengah kuat (Harijono, 1999).

2.4. Hipotesis Penelitian

Hipotesis yang diuji dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- H₀₁: Pasar bereaksi positif terhadap pengumuman pembagian dividen pertama kalinya (*dividend initiation*).
- H₀₂: Pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman penghapusan dividen pertama kalinya (*dividend omission*).
- H₀₃: Pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan dividen (*dividend cut*).

2.5. Definisi Operasional Variabel

1. Tanggal pengumuman dividen adalah tanggal diselenggarakannya RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) oleh emiten.
2. *Dividend Initiation* adalah peristiwa pembagian dividen tunai pertama kalinya oleh emiten periode 1995-1999, setelah selama dua tahun berturut-turut tidak membagikan dividen tunai atau setelah listing di bursa.
3. *Dividend Omission* adalah peristiwa penghapusan dividen tunai pertama kalinya oleh emiten periode 1995-1999, setelah selama dua tahun berturut-turut membagikan dividen tunai.
4. *Dividend Cut* adalah peristiwa penurunan dividen tunai oleh emiten periode 1995-1999, setelah selama dua tahun berturut-turut selalu mengalami kenaikan dalam membagikan dividen tunai.
5. *Return* saham dihitung dengan menggunakan harga saham, yaitu harga penutupan saham (*closing price*) dengan interval waktu harian, terdiri dari dua bagian, P_t dan P_{t-1} . Perhitungan *return* saham dilakukan selama *event window*.
6. *Return* pasar dihitung dengan menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan, yaitu IHSG dengan interval waktu harian, terdiri dari dua bagian, $IHSG_t$ dan $IHSG_{t-1}$. Perhitungan *return* pasar dilakukan selama *event window*.

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

3.1.1. Jenis data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah jenis data sekunder, yang terdiri dari nama emiten, harga saham selama *event window*, indeks harga saham gabungan (IHSG) selama *event window* dan tanggal pengumuman dividen masing-masing emiten.

3.1.2. Sumber data

Sumber data dalam penelitian ini adalah publikasi Divisi Komunikasi Perusahaan Bursa Efek Jakarta, berupa *Statistical Monthly*, *JSX Fact Book* dan *Indonesian Capital Market Directory* yang diperoleh secara langsung di Pojok BEJ Undip, Pusat Informasi Pasar Modal (PIPM) Semarang, dan Pusat Referensi Pasar modal (PRPM) Jakarta.

3.2. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham biasa perusahaan *go public* yang *listed* di Bursa Efek Jakarta tahun 1993 sampai 1997. Penentuan sampel dilakukan secara *purposive*, artinya bahwa populasi yang dijadikan

sampel penelitian adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai tujuan penelitian. Penentuan kriteria sampel diperlukan untuk menghindari timbulnya *misspesification* dalam penentuan sampel yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap hasil analisis.

Adapun kriteria umum untuk semua kasus pengumuman dividen sebagai berikut:

1. *No-confounding effect*, artinya perusahaan tersebut tidak mengalami peristiwa lain yang terjadi pada atau sekitar peristiwa yang diteliti (*event period*) yang secara material mempengaruhi harga saham perusahaan, seperti *corporate action*, pengumuman laba, dan sebagainya.
2. *No-missing data*, artinya tidak ada data yang hilang selama periode penelitian.

Sedangkan kriteria khusus untuk masing-masing kasus pengumuman dividen sebagai berikut:

1. Kriteria untuk pemilihan sampel perusahaan yang membayar dividen pertama kalinya (*dividend initiation*) adalah sebagai berikut:
 - a. Perusahaan membagikan dividen tunai pertama kalinya setelah minimal dua tahun berturut-turut tidak membayar dividen tunai
 - b. Perusahaan membagi dividen satu kali dalam setahun (*dividen final*).
2. Kriteria untuk pemilihan sampel perusahaan yang menghapus dividen pertama kalinya (*dividend omission*) adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan telah terdaftar di BEJ selama dua tahun dan biasanya membayar dividen tunai, namun pada periode 1995-1999 menghapus dividen tunai untuk pertama kalinya.
 - b. Perusahaan membagi dividen satu kali dalam setahun (dividen final).
3. Kriteria untuk pemilihan sampel perusahaan yang menurunkan dividen (*dividend cut*) adalah sebagai berikut:
- a. Perusahaan yang menurunkan jumlah dividen tunai yang dibagikan pada periode 1995-1999 yang sebelumnya telah membayar dividen selama minimal dua tahun berturut-turut secara rutin dalam jumlah tetap atau meningkat.
 - b. Perusahaan membagi dividen satu kali dalam setahun (dividen final).

3.3. Teknik Analisis Data

Tahapan analisis data yang dilakukan dalam penelitian ini terbagi menjadi dua tahap, yaitu tahap pengujian reaksi pasar; dan tahap pengujian hipotesis penelitian. Untuk menguji reaksi pasar digunakan teknik analisis *event study* yang dikembangkan oleh Fama (1991), untuk pengujian hipotesis digunakan Uji t.

3.3.1. Pengujian Normalitas Data

Selain masalah perdagangan tidak sinkron, untuk pasar modal yang sedang berkembang, data *return* juga diduga mempunyai distribusi yang tidak normal.

Hartono dan Jogiyanto (1999) membuktikan bahwa data return yang terjadi di BEJ berdistribusi tidak normal. Data *return* yang berdistribusi tidak normal akan memperbesar bias yang terjadi di beta dan memperpanjang periode koreksi dari beta yang bias. Pengujian normalitas data juga mutlak dilakukan untuk mengetahui kondisi data yang ada agar dapat menentukan model analisis yang paling tepat untuk digunakan. Uji normalitas data yang dilakukan dalam penelitian ini sebagai berikut:

Dengan menggunakan program SPSS 10.1. pada uji Statistik Deskriptif. Uji Statistik Deskriptif yang digunakan untuk memperoleh gambaran dari data return masing-masing sekuritas. Nilai Z dapat dipakai untuk secara cepat melihat nilai mana yang menyimpang cukup jauh dari rata-ratanya (*outlier*).

Jika suatu data berdistribusi normal, suatu nilai dapat distandarisasi dengan nilai Z.

$$Z = (X_i - \bar{x}) / s$$

Dimana : X_i = nilai data ke i

\bar{x} = mean data

s = standar deviasi

Dari uji ini akan diperoleh nilai Standardized Value yang akan dibandingkan dengan nilai Z tabel untuk mengetahui normal tidaknya data yang digunakan.

3.3.2. Koreksi Bias Beta Sekuritas

Beta pasar (β) dalam penelitian ini diestimasi dengan menggunakan *single index market model*. Beta pasar merupakan rata-rata tertimbang dari beta masing-masing sekuritas di pasar. Jika tidak bias maka beta pasar akan bernilai sama dengan satu. Akan tetapi jika terjadi perdagangan yang tidak sinkron, sehingga beta untuk individual sekuritas menjadi bias, maka beta pasar tidak akan sama dengan satu. Dengan demikian, pengujian terhadap bias dari beta dapat dilakukan dengan membandingkan rata-rata tertimbang beta semua sekuritas dengan nilai satu. Jika beta hasil rata-rata tertimbang tidak sama dengan nilai satu, maka beta yang bias tersebut perlu dikoreksi.

Ada tiga macam model koreksi beta sekuritas untuk mengurangi bias. Pertama, model Scholes dan Williams (1977). Kedua, model Dimson (1979). Ketiga, model Fowler dan Rorke (1983). Dari ketiga model yang ada, maka model Fowler dan Rorke yang paling tepat mengurangi bias beta sekuritas yang terjadi di BEJ (Hartono dan Surianto, 1999) karena metode ini masih merupakan metode yang paling mampu mengurangi bias di beta sekuritas baik untuk data *return* yang berdistribusi tidak normal maupun yang berdistribusi normal. Akan tetapi untuk data *return* yang berdistribusi normal, periode yang dibutuhkan tidak perlu terlalu panjang, cukup satu periode mundur (*lag*) dan satu periode maju (*lead*) saja.

Fowler dan Rorke (Jogiyanto, 1998) berargumentasi bahwa metode Dimson yang hanya menjumlah koefisien-koefisien regresi berganda tanpa memberi bobot akan tetap memberikan beta yang bias. Berikut diuraikan metode koreksi bias beta untuk satu periode *lag* dan *lead*:

1. Mengoperasikan persamaan regresi berganda seperti yang dilakukan metode

Dimson, sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_i^{-1} R_{mt-1} + \beta_i^0 R_{mt} + \beta_i^{+1} R_{mt+1} + \varepsilon_{it}$$

$R_{i,t}$: *return* sekuritas ke i periode ke - t

R_{mt-1} : *return* indeks pasar periode lag t -1

R_{mt+1} : *return* indeks pasar periode lead t +1

2. Mengoperasikan persamaan regresi untuk mendapatkan korelasi serial *return* indeks pasar dengan *return* indeks pasar periode sebelumnya, sebagai berikut:

$$R_{Mt} = a_i + \rho_1 R_{Mt-1} + \varepsilon_t$$

R_{Mt} : *return* indeks pasar

R_{Mt-1} : *return* indeks pasar periode sebelumnya

ρ_1 : korelasi serial *return* indeks pasar dengan *return* indeks pasar periode sebelumnya

3. Menghitung bobot yang digunakan sebesar:

$$w_i = \frac{1 + \rho_1}{1 + 2 \rho_1}$$

w_i : bobot yang digunakan

ρ_1 : korelasi serial *return* indeks pasar dengan *return* indeks pasar periode sebelumnya

4. Menghitung beta hasil koreksi sekuritas ke-i yang merupakan penjumlahan koefisien regresi berganda dengan bobot, sebagai berikut:

$$\beta_i = w_1 \cdot \beta_i^{-1} + \beta_i^0 + w_2 \cdot \beta_i^{+1}$$

β_i : Beta sekuritas ke-i yang sudah dikoreksi

w_1 : bobot yang digunakan

β_i^{-1} : Beta yang telah dihitung untuk R_i periode ke t dengan R_m periode lag t-1.

β_i^0 : Beta yang telah dihitung untuk R_i periode ke t dengan R_m periode ke.t

β_i^{+1} : Beta yang telah dihitung untuk R_i periode ke t dengan R_m periode lead t+1.

3.3.3. Pengujian Reaksi Pasar

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini disesuaikan dengan permasalahan dan tujuan penelitian. Untuk menguji dan menganalisis reaksi pasar dari masing-masing peristiwa *dividend initiation*, *dividend omission* dan *dividend cut*, maka setiap peristiwa diuji efek isi informasinya terhadap pendapatan (*information content of earning*) yakni pengujian terhadap ada tidaknya *abnormal return* saham. Adapun tahapan yang dilakukan adalah sebagai berikut:

1. Menghitung *abnormal return* selama *event period*. *Event period* yang digunakan dalam penelitian ini adalah 11 hari yang terbagi menjadi tiga bagian, yaitu 5 hari sebelum peristiwa (*pre-event*), tanggal peristiwa (*event*

date) dan 5 hari sesudah peristiwa (*post-event*). Abnormal return tersebut dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

AR_{it} : Abnormal return saham ke-i pada hari ke-t

R_{it} : Actual return saham ke-i pada hari ke-t

$E(R_{it})$: Expected return saham ke-i pada hari ke-t

2. Mengestimasi *expected return* selama *estimation period*. *Expected return* diestimasi dengan menggunakan *single index market model*, lamanya periode estimasi adalah 60 hari¹. *Expected return* selama *estimation period* tersebut dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$E(R_{it}) = a_i + \beta_i \cdot R_{mt}$$

$E(R_{it})$: Expected return saham ke-i pada hari ke-t

R_{mt} : Return pasar pada hari ke-t

a_i : intercept, independen terhadap R_{mt}

β_i : slope, juga resiko sistematis, dependen terhadap R_{mt}

Koefisien α dan β diperoleh dari perhitungan persamaan regresi runtut waktu antara *return* saham (R_{it}) dengan *return* pasar (R_{mt}). Pada penelitian ini, *return* pasar akan dihitung dengan rumus:

¹ Tidak ada patokan yang pasti untuk waktu lamanya hari yang digunakan untuk periode estimasi. Umumnya waktu periode estimasi adalah berkisar 30 hari sampai dengan jumlah seluruh hari yang tidak libur selama setahun dikurangi dengan lamanya periode pengamatan (Hartono dan Suriyanto, 1999).

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

- R_{mt} : *Return* pasar pada hari ke-t
 $IHSG_t$: Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke-t
 $IHSG_{t-1}$: Indeks Harga Saham Gabungan pada hari t-1

Adapun *return* saham² akan dihitung dengan rumus:

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

- R_{it} : *Actual return* saham ke-i pada hari ke-t
 P_t : Harga saham ke-i pada hari ke-t
 P_{t-1} : Harga saham ke-i pada hari pada hari t-1

3. Menghitung *cumulative abnormal return* harian tiap-tiap saham selama *event period*.

$$CAR_{in} = \sum_{t=-5}^{t=+5} AR_{it}$$

CAR_{in} : *cumulative abnormal return* harian tiap-tiap saham

AR_{it} : *abnormal return* saham ke-i pada hari ke-t

² Data return saham yang akan digunakan dalam penelitian ini menggunakan interval data harian dengan argumentasi bahwa data return harian akan meningkatkan kekuatan statistik melalui tambahan derajat kebebasannya, jika dibanding dengan penggunaan interval data mingguan atau bulanan.

4. Menghitung rerata *abnormal return* seluruh saham pada hari ke-t.

$$\overline{AR}_{nt} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}$$

AR_{nt} : rerata *abnormal return*
 AR_{it} : *abnormal return* saham ke-i pada hari ke-t
 n : jumlah saham yang diteliti

5. Menghitung cumulative rerata *abnormal return* portofolio

$$CAAR_{Nt} = \sum_{t=-5}^{t=+5} \overline{AR}_{Nt}$$

$CAAR_{Nt}$: Cumulative rerata *abnormal return* portofolio
 AR_{Nt} : rerata *abnormal return*

3.3.4. Pengujian Hipotesis

Setelah menganalisis reaksi pasar yang ditunjukkan dengan ada atau tidaknya *abnormal return* untuk masing-masing peristiwa, maka tahapan analisis data berikutnya adalah menguji signifikansi reaksi pasar secara statistik. Pengujian juga dilakukan untuk masing-masing peristiwa perubahan dividen. Adapun tahapan yang dilakukan dalam pengujian hipotesis sebagai berikut:

1. Penentuan H_0 dan H_a

- H_{01} : Tidak ada reaksi pasar terhadap pengumuman pembagian dividen pertama kalinya (*dividend initiation*).
 H_{a1} : Ada reaksi pasar terhadap pengumuman pembagian dividen pertama kalinya (*dividend initiation*).
 H_{02} : Tidak ada reaksi pasar terhadap pengumuman penghapusan dividen pertama kalinya (*dividend omission*).
 H_{a2} : Ada reaksi pasar terhadap pengumuman penghapusan dividen pertama kalinya (*dividend omission*).
 H_{03} : Tidak ada reaksi pasar terhadap pengumuman penurunan dividen (*dividend cut*).
 H_{a3} : Ada reaksi pasar terhadap pengumuman penurunan dividen (*dividend cut*).

2. Penentuan Tingkat Nyata

Tingkat nyata atau *level of significance* (α) adalah probabilitas menolak H_0 yang benar. Dengan kata lain tingkat nyata (α) adalah resiko menolak H_0 ketika H_0 adalah benar. α berkisar dari 0 hingga 1, tetapi pada umumnya α yang digunakan 5% (Lukas, 1997). Pada penelitian ini akan digunakan α sebesar 1%, 5%, dan 10 %.

3. Penentuan Uji Statistik

Uji statistik yang digunakan disesuaikan dengan tujuan dan jumlah sampel penelitian. Untuk menguji reaksi pasar (yang diukur dengan konsep *abnormal return*) secara statistik digunakan uji t untuk kategori sampel kecil ($n < 30$).

Pengujian statistik terhadap *abnormal return* pada *event period* bertujuan untuk menguji signifikansi *abnormal return* tersebut. SAR_{Nt} diartikan sebagai nilai Z_{hitung} untuk rata-rata *abnormal return* portofolio selama *event period*. SAR_{Nt} dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$SAR_{Nt} = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{S_{ift}}$$

SAR_{Nt} : *standardized abnormal return* distribusi-t untuk portofolio

AR_{it} : *abnormal return* saham ke-i pada hari ke-t

S_{ift} : *standar error* peramalan (*forecast*) saham i pada hari ke-t

Untuk menghitung *standar error* peramalan (*forecast*) saham i pada hari ke-t digunakan rumus:

$$S_{ift} = S_{ie} \sqrt{1 + \frac{1}{T} + \frac{(R_{mt} - R_m^*)^2}{\sum (R_{mk} - R_m^*)^2}}$$

- S_{ie} : *standard error estimasi* untuk saham i selama periode T dalam periode estimasi
 R_{mt} : *Return pasar* periode ke-t (*event period*)
 R_{mk} : *Return pasar* pada hari ke-k (*estimation period*)
 R_m^* : *Rata-rata return saham* selama periode estimasi

Untuk menghitung *standard error* estimasi untuk saham i selama periode T dalam periode estimasi digunakan rumus:

$$S_{ie} = \sqrt{\sum_{k=1}^T \frac{(R_{ik} - R_{ik}^*)^2}{T - 2}}$$

- R_{ik} : *Return* yang terjadi pada periode k selama periode estimasi
 R_{ik}^* : *Return prediksi* pada periode k selama periode estimasi
 T : periode estimasi

Menghitung rata-rata *abnormal return* dari seluruh saham yang dijadikan sampel sebelum dan setelah peristiwa yang masing-masing dihitung dengan rumus :

$$\overline{AR}_{before} = \frac{\sum_{t=-5}^{t=-1} AR_{before}}{n} \quad \text{dan} \quad \overline{AR}_{after} = \frac{\sum_{t=+1}^{t=+5} AR_{after}}{n}$$

Menghitung standar deviasi rata-rata *abnormal return* sebelum dan setelah peristiwa :

$$\sigma_{before} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-5}^{t=-1} (AR_{before} - \overline{AR}_{before})^2}{n - 1}}$$

$$\sigma_{\text{after}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=+1}^{t=+5} (AR_{\text{after}} - \overline{AR}_{\text{after}})^2}{n-1}}$$

5. Pengambilan Keputusan

Pengambilan keputusan untuk menerima hipotesis yang diajukan (H_0)

didasarkan pada kriteria berikut ini:

$$-Z_{\text{tabel}} \leq Z_{\text{hitung}} \leq Z_{\text{tabel}}$$

Z_{tabel} : Nilai perbandingan dengan Z_{hitung} dari tabel kurva normal

Z_{hitung} : Nilai Z hasil perhitungan (SAR_N)

Menghitung uji statistik t (pada tingkat signifikansi $\alpha = 5 \%$)

$$t = \frac{\overline{AR}_{\text{after}} - \overline{AR}_{\text{before}}}{\sqrt{\frac{\sigma_{\text{after}}^2}{n} + \frac{\sigma_{\text{before}}^2}{n}}}$$

BAB IV

GAMBARAN UMUM OBJEK PENELITIAN

4.1. Pasar Modal sebagai Struktur Kelembagaan Sektor Keuangan

Pasar modal mempunyai peran yang penting bagi pembangunan ekonomi dimana sebagai salah satu sumber pembiayaan eksternal bagi dunia usaha dan juga merupakan wahana investasi bagi masyarakat. Pasar modal merupakan bagian dari sistem keuangan di Indonesia yang berada di luar sistem moneter.

Pasar modal Indonesia diselenggarakan oleh dua bursa efek yaitu Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES). Dalam operasinya kedua bursa ini didukung oleh lembaga-lembaga lain, yaitu Lembaga Kliring dan Penjaminan, dan Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian. Peran Bursa Efek adalah sebagai pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka. Oleh karena itu peran bursa efek penting dalam mengembangkan pasar modal Indonesia. Keberhasilan bursa dalam mengelola pasar modal dengan baik akan mempengaruhi efisiensi dan jumlah dana yang dapat diintermediasikan melalui lembaga keuangan yang berada di bawah bursa efek. Dengan demikian, usaha peningkatan intermediasi dana di bursa memerlukan

koordinasi yang baik antara lembaga keuangan yang terkait dengan pasar modal, pengelola bursa efek dan juga otoritas pasar modal. Jadi peran pasar modal adalah ikut melancarkan dan meningkatkan intermediasi dana dari investor ke emiten atau antar investor yang dilakukan oleh perusahaan sekuritas dan reksa dana. Demikian juga peran bursa efek adalah ikut melancarkan dan meningkatkan intermediasi dana di pasar modal dan mengusahakan agar intermediasi menjadi lebih efisien. Keberadaan pasar modal Indonesia diharapkan dapat menekan biaya eksternal perusahaan dan akhirnya diharapkan dapat lebih memacu perkembangan ekonomi Indonesia karena meningkatnya sumber dana untuk investasi yang lebih murah.

Peran pasar modal dan lembaga keuangan yang ada di bawahnya dalam perekonomian Indonesia akan semakin penting mengingat kebutuhan dana yang diperlukan untuk mempertahankan laju pertumbuhan ekonomi yang semakin besar. Meski demikian, kemampuan pasar untuk berkembang sehingga dapat meningkatkan intermediasi dana dengan lebih efisien perlu didukung oleh lembaga keuangan di bawah pasar modal, yaitu perusahaan sekuritas dan reksa dana yang andal dan efisien serta manajemen bursa yang efisien dengan dukungan otoritas pasar modal yang kondusif terhadap perkembangan pasar modal (Harianto, 1998).

4.2. Gambaran Singkat Perusahaan

Gambaran singkat perusahaan berikut ini akan diuraikan menurut kasus pembagiannya, yaitu kasus *dividend initiation*, *dividend omission*, dan *dividend cut*.

4.2.1. Gambaran Singkat Perusahaan pada Kasus *Dividend Initiation*

Perusahaan-perusahaan yang termasuk pada kasus *dividend initiation* adalah perusahaan yang membagikan dividen untuk pertama kalinya setelah dua tahun berturut-turut tidak membagikan dividen atau membagikan dividen setelah listing di Bursa Efek Jakarta. Kelompok perusahaan ini mampu membagikan dividen selama krisis akibat selisih kurs dimana memberikan laba seperti perusahaan ALKA (no 2), CTTH (no 6), DGSA (no 7), dan FISK (no 8).

Status kelompok perusahaan pada kasus *dividend initiation* adalah PMDN kecuali PT Bank Umum Servitia Tbk yang berstatus BUMN. Pembagian *dividend per share* paling kecil pada kelompok perusahaan ini adalah PT Bank Pikko Tbk dengan besar *dividend per share* Rp 10,00. Sedangkan pembagian *dividned per share* paling besar pada kelompok perusahaan ini adalah PT Surya Dumai Tbk. Dengan besar *dividend per share* Rp 100,00.

Tabel 4.1. Nama Perusahaan yang melakukan *dividen initiation*

No	Nama Emiten	Bidang Usaha	Tgl. Listing	Dividend per Share (Rp)				
				95	96	97	98	99
1	PT. ALTER ABADI Tbk	Kaolin (mining)	09-01-97	-	-	30	-	-
2	PT. ALUMINDO LIGHT METAL INDUSTRY Tbk	Producer of aluminium sheet & foil	02-06-97	-	-	20	-	-
3	PT. BANK UMUM SERVITIA Tbk	Banking	11-12-96	-	-	40	-	-
4	PT. BANK NEGARA INDONESIA Tbk	Banking	25-11-96	-	-	13	-	-
5	PT. CAHAYA KALBAR Tbk	Edible oil producer	09-07-96	-	-	45	-	-
6	PT. CITATAH INDUSTRI MARMER Tbk	Mining & processing marble, granite, natural stone	03-07-96	-	-	60	-	-
7	PT. DAYA GUNA SAMUDRA Tbk	Fishery	24-10-96	-	-	93	-	-
8	PT. FISKARAGUNG Tbk	Producer of iodized salt	25-07-96	-	-	50	-	-
9	PT. KEDAUNG INDAH CAN Tbk	Enamel kitchenware & tin can manufacturing	28-10-93	-	-	23	-	-
10	PT. MITRA RAJASA Tbk	Taxi services	30-01-97	-	-	30	-	-
11	PT. PELANGI INDAH CANINDO Tbk	Metal packaging industry	29-09-96	-	-	50	-	-
12	PT. BANK PIKKO Tbk	Banking	08-01-97	-	-	10	-	-
13	PT. RAMAYANA LESTARI SENTOSA Tbk	Retail	24-07-96	-	-	50	-	-
14	PT. SELAMAT SEMPURNA Tbk	Automotive part manufacturer	09-09-96	-	-	64	51	132
15	PT. SIANTAR TOP Tbk	Snack	16-12-96	-	-	36	-	-
16	PT. SINAR MAS MULTIARTHA Tbk	Leasing	05-07-95	-	-	56	39	-
17	PT. SURYA DUMAI Tbk	Integrated timber	24-07-96	-	-	100	-	-

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory*, 1997-2000

4.2.2. Gambaran Singkat Perusahaan pada Kasus *Dividend Omission*

Perusahaan-perusahaan yang termasuk pada kasus *dividend omission* adalah perusahaan yang tidak membagikan dividen untuk pertama kalinya setelah dua tahun berturut-turut membagikan dividen. Kelompok perusahaan ini tidak mampu membagikan dividen selama krisis akibat selisih kurs dimana perusahaan mengalami *loss profit*. Selisih kurs yang tinggi menyebabkan hutang perusahaan dalam bentuk dolar menjadi tinggi.

Status kelompok perusahaan pada kasus *dividend omission* adalah PMDN kecuali PT Asahimas Flat Glass Co. Ltd. Tbk yang berstatus PMA.

Pembagian *dividend per share* paling kecil tahun 1996 pada kelompok perusahaan ini adalah PT Ometraco Realty Tbk dan PT Suparma Tbk dengan besar *dividend per share* Rp 10,00. Sedangkan pembagian *dividend per share* paling besar pada kelompok perusahaan ini adalah PT Asiana Imi Industries Tbk. dan PT Tira Austenite Tbk dengan besar *dividend per share* Rp 100,00.

Tabel 4.2. Nama Perusahaan yang melakukan *dividen omission*

No	Nama Emiten	Bidang Usaha	Tgl. Listing	<i>Dividend per Share (Rp)</i>				
				95	96	97	98	99
1	PT. ANWAR SIERAD Tbk	Integrated poultry farming	22-11-93	35	13	-	-	-
2	PT. ADES ALFINDO PUTRASETIA Tbk	Beverages (bottled mineral water)	13-06-94	20	20	-	-	-
3	PT. ASAHIMAS FLAT GLASS Co. Ltd. Tbk	Manufacturer of sheet glass & safety glass	11-08-95	25	20	-	-	-
4	PT. ASIANA IMI INDUSTRIES Tbk	Manufacturer & trader of toys	20-10-94	50	100	-	-	-
5	PT. BARITO PACIFIC TIMBER Tbk	Integrated timber (plywood)	01-01-93	50	55	-	-	-

No	Nama Emiten	Bidang Usaha	Tgl. Listing	Dividend per Share (Rp)				
				95	96	97	98	99
6	PT. CIPUTRA DEVELOPMENT Tbk	Property	28-03-94	80	41	-	-	-
7	PT. DAVOMAS ABADI Tbk	Cocoa	22-12-94	493	65	-	-	-
8	PT. DARYA VARIA LABORATORIA Tbk	Pharmaceuticals	11-11-94	45	60	-	-	-
9	PT. ENSERVAL PUTRA MEGATRADING Tbk	Distributor	01-08-94	35	35	-	-	-
10	PT FAST FOOD INDONESIA Tbk	Manufacturer & distributor of food & beverages (restaurant)	05-11-93	70	91	-	-	-
11	PT. INTRACO PENTA Tbk	Heavy equipment distributor	23-08-93	25	15	-	-	-
12	PT. KERAMIKA INDONESIA ASSOSIASI Tbk	Ceramics	08-12-94	33	25	-	-	-
13	PT. MAS MURNI INDONESIA Tbk	Property development	09-02-94	20	14	-	-	-
14	PT. OMETRACO REALTY Tbk	Property development	22-08-94	10	10	-	-	-
15	PT. PRASIDHA ANEKA NIAGA Tbk	Manufacturer of coffee, rubber, chocolate, vanilla	18-10-94	110	120	-	-	-
16	PT. PUTRA SEJAHTERA PIONEERINDO Tbk	Manufacturer & distributor of food & beverages	30-05-94	25	27	-	-	-
17	PT. SUMALINDO LESTARI JAYA Tbk	Integrated timber	21-03-94	50	25	-	-	-
18	PT. SUPARMA Tbk	Paper & packaging	16-11-94	20	10	-	-	-
19	PT. SINAR MAS MULTIARTHA Tbk	Leasing	21-03-94	50	25	-	-	-
20	PT. TIRA AUSTENITE Tbk	Manufacturer & distributor of machinery	27-07-93	100	100	-	-	-
21	PT. TEXMACO PERKASA ENGINEERING Tbk	Textile machinery	10-03-94	50	60	-	-	-
22	PT. TEMPO SCAN PACIFIC Tbk	Pharmaceuticals	17-06-94	50	50	-	-	-

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory, 1997-2000*

4.2.3. Gambaran Singkat Perusahaan pada Kasus *Dividend Cut*

Perusahaan-perusahaan yang termasuk pada kasus *dividend cut* adalah perusahaan yang menurunkan jumlah dividen setelah sebelumnya (selama dua tahun) mengalami kenaikan. Kelompok perusahaan ini masih dapat membagikan dividennya selama krisis. Akibat selisih kurs yang tinggi, perusahaan mengalami *low profit*. Perusahaan melakukan merger (Bank Rama) atau mengalami penurunan *profit* (PT Lion Metal Works).

Status kelompok perusahaan pada kasus *dividend cut* adalah PMDN kecuali PT Indonesian Satellite Corporation (INDOSAT) Tbk yang berstatus BUMN. Pembagian *dividend per share* paling kecil pada kelompok perusahaan ini adalah PT Bank Tiara Asia Tbk yang diberikan pada tahun 1995 dengan besar *dividend per share* Rp 40,00. Sedangkan pembagian *dividend per share* paling besar pada kelompok perusahaan ini adalah PT Indonesian Satellite Corporation (INDOSAT) Tbk. yang diberikan pada tahun 1999 sebesar Rp 425,00.

Tabel 4.3. Nama Perusahaan yang melakukan *dividend cut*

No	Nama Emiten	Bidang Usaha	Tgl. Listing	Dividend per Share (Rp)				
				95	96	97	98	99
1	PT. BANK RAMA Tbk	Banking	08-08-94	85	120	100	-	-
2	PT. INDONESIAN SATELLITE CORPORATION (INDOSAT) Tbk	International telecommunication service	19-10-94	84	133	173	168	425
3	PT. JAYA RIEL PROPERTY Tbk	Property	29-06-94	122	150	85	-	-
4	PT. KAWASAN INDUSTRI JABABEKA Tbk	Industrial park	10-01-95	85	150	100	-	-
5	PT. LANGGENG MAKMUR PLASTIC INDUSTRY Tbk	Glass & plastic packaging	12-10-94	69	69	50	-	-
6	PT. LION METAL WORKS Tbk	Metal office equipment	20-08-93	80	115	20	-	-
7	PT. MODERNLAND REALTY Tbk	Property development	18-01-93	132	74	30	-	-
8	PT. SEKAR LAUT Tbk	Snack	08-09-93	55	55	30	-	-
9	PT. SEKAR MITORI UTAMA Tbk	Foot water	20-12-93	50	50	25	-	-
10	PT. BANK TIARA ASIA Tbk	Banking	08-11-93	40	100	75	-	-
11	PT. WICAKSANA OVERSEAS INTERNATIONAL Tbk	Trading & distributor	08-08-94	42	66	40	-	-

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory, 1997-2000*

BAB V

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

5.1. Pengujian Normalitas Data

Selain masalah perdagangan yang tidak sinkron, untuk pasar modal yang sedang berkembang, data *return* juga diduga mempunyai distribusi yang tidak normal. Oleh karena itu, distribusi dari data *return* perlu diuji normalitasnya.

Pengujian normalitas data dilakukan dengan *software SPSS 10.1*, dengan tahapan sebagai berikut:

- Menghitung *return* individu dan *return* pasar untuk seluruh emiten untuk masing-masing peristiwa
- Mendiskripsikan data tersebut ke dalam nilai *standardized* untuk mengetahui kondisi kenormalan data. Menurut Singgih (2000), Jika data berdistribusi normal dan tingkat kepercayaan 95% (sebagian perhitungan SPSS berdasarkan angka ini), maka tingkat signifikansi adalah 100%-95% atau 5%. Jika menggunakan dua sisi (ada tanda + dan -), maka batas kritis ada pada 5% dibagi 2 atau 2,5%. Pada tabel Z, perhitungan pada satu sisi atau 50% maka batas kritis ada pada luas kurva (50%-2,5%) atau 47,5%. Pada tabel Z, untuk luas kurva 47,5% di dapat nilai kritis 1,96. Apabila nilai *standardized* berada dalam *range* -1,96 dan +1,96 maka data bukan termasuk *outlier*, dimana data *outlier* akan mempengaruhi kenormalan data.

- Untuk data *outlier*, maka diperlukan *treatment* untuk menjadikan data *return* berdistribusi normal, yaitu dengan *trimming*. Metode tersebut dilakukan dengan cara mengeluarkan data *outlier* dari kelompoknya. Hal ini dilakukan dengan pertimbangan bahwa data *outlier* kurang dari 5% dari jumlah data secara keseluruhan dapat dikeluarkan. Hasil dari normalitas data *return* dan nilai *standardized* dapat dilihat pada Lampiran A.

5.2. Koreksi Bias Beta Sekuritas

Indeks beta menunjukkan tingkat sensitivitas suatu saham terhadap kondisi pasar secara umum. Penggunaan indeks beta sangat membantu investor dalam memilih saham atau lebih luas lagi untuk mengatur strategi portofolio. Indeks beta yang normal adalah 1. Hal ini bisa terjadi kalau rata-rata peningkatan harga seluruh saham yang tercatat meningkat, dan persentase yang sama dengan saham yang dimiliki indeks beta 1 (Sawidji, 1996).

Bias dalam beta sekuritas terjadi pada pasar modal yang sedang berkembang (*emerging market*) termasuk di Bursa Efek Jakarta. Jika terjadi bias, maka penggunaan beta dapat memberika inferensi yang keliru dan menyesatkan (Jogiyanto dan Surianto, 1999). Untuk mengurangi bias beta diperlukan koreksi, metode koreksi beta yang digunakan dalam penelitian adalah metode Fowler dan Rorke. Dengan menggunakan beta yang sudah dikoreksi, analisis yang dilakukan oleh praktisi pasar akan lebih akurat.

Tabel 5.1. Hasil Perhitungan Koefesien Regresi selama *Estimation Period* (nilai alpha dan beta sebelum dan sesudah koreksi) Pada Kasus *Dividend Initiation*

	Nama Emiten	Kode Emiten	α	β	β
				Sebelum koreksi	Setelah koreksi
1	PT. Alter Abadi Tbk	ALDI	-0,0006	0,18	0,115
2	PT. Alumindo Light Metal Industry Tbk	ALKA	0,0066	-0,577	-1,088
3	PT Bank Umum Servitia Tbk	BUSV	0,001	0,244	0,144
4	PT Bank BNI Tbk	BBNI	0,001	0,785	1,077
5	PT Cahaya Kalbar	CEKA	-0,00005	0,842	1,429
6	PT Citatah Industri Marmer Tbk	CTTH	-0,013	0,639	1,258
7	PT Daya Guna Samudra Tbk	DGSA	0,0054	0,126	0,099
8	PT Fiskaragung Tbk	FISK	-0,0008	0,01	-0,039
9	PT Kadaung Indah Can Tbk	KICI	0,0083	-0,115	0,685
10	PT Mitra Rajasa Tbk	MIRA	0,0015	-0,297	-0,405
11	PT Pelangi Indah Canindo Tbk	PICO	0,0114	0,711	0,342
12	PT Bank Pikko Tbk	BNPK	-0,01	-0,994	-1,498
13	PT Ramayana Lestari Sentosa Tbk	RALS	0,0034	0,318	0,446
14	PT Selamat Sempurna Tbk	SMSM	-0,0026	-0,0776	-0,906
15	PT Siantar Top Tbk	STTP	0,0014	0,0061	-0,234
16	PT Sinar Mas Multiartha Tbk	SMMA	-0,0022	-0,355	0,277
17	PT Surya Dumai Tbk	SUDI	0,0064	-0,511	0,011

Sumber : data sekunder yang diolah, 2001

Tabel 5.2. Hasil Perhitungan Koefesien Regresi selama *Estimation Period* (nilai alpha dan beta sebelum dan sesudah koreksi) Pada Kasus *Dividend Omission*

No	Nama Emiten	Kode Emiten	α	β	β
				Sebelum koreksi	Setelah koreksi
1	PT Anwar Sierad Tbk	ANSI	0,017	2,214	2,654
2	PT Ades Alfindo Putrasetia Tbk	ADES	-0,00005	0,121	0,610
3	PT Asahimas Flat Glass Co. Ltd Tbk	AMFG	-0,0085	0,49	-0,016
4	PT Asiana Imi Industries Tbk	ASIA	0,0033	-0,0034	-0,138
5	PT Barito Pacific Tbk	BRPT	-0,0188	1,386	1,641
6	PT Ciputra Development Tbk	CTRA	-0,0064	0,224	0,734
7	PT Davomas Abadi Tbk	DAVO	-0,0004	0,559	0,795
8	PT Darya Varia Laboratoria Tbk	DVLA	0,0003	0,859	1,510
9	PT Enserval Putra Megatrading Tbk	EPMT	0,0082	2,128	1,484
10	PT Fast Food Indonesia Tbk	FAST	-0,003	-0,0264	0,036
11	PT Intraco Penta Tbk	INTA	-0,0049	-0,313	0,058
12	PT Keramik Indonesia Assosiasi Tbk	KIAS	-0,014	-0,157	-0,714
13	PT Mas Murni Ind Tbk	MAMI	-0,021	-0,575	-0,800
14	PT Ometraco Realty Tbk	OMTR	0	0	0
15	PT Prasidha Aneka Niaga Tbk	PSDN	-0,0001	0,394	0,008
16	PT Putra Sejahtera Pioneerindo	PTSP	-0,0087	-0,195	0,203
17	PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk	SULI	-0,007	0,887	1,305
18	PT Suparma Tbk	SPMA	0,016	0,916	1,112
19	PT Sinar Mas Multiartha Tbk	SMMA	-0,0038	0,556	0,648
20	PT Tira Austenite Tbk	TIRA	0	0	0
21	PT Texmaco Perkasa Engineering Tbk	TPEN	0,001	-0,0105	-0,082
22	PT Tempo Scan Pacific Tbk	TSPC	-0,0026	2,196	2,630

Sumber : data sekunder yang diolah, 2001

Tabel 5.3 Hasil Perhitungan Koefesien Regresi selama *Estimation Period* (nilai α dan β sebelum dan sesudah koreksi) Pada Peristiwa Dividen Cut

No	Nama Emiten	Kode Emiten	α	β	β
				Sebelum koreksi	Setelah koreksi
1	PT Bank Rama Tbk	RAMA	-0,0005	-0,109	-0,159
2	PT Indosat Tbk	ISAT	0,0011	0,599	0,594
3	PT Jaya Riel Property Tbk	JRPT	-0,001	-0,292	-0,015
4	PT Kawasan Industri Jababeka Tbk	KIJA	-0,001	0,859	0,773
5	PT Langgeng Makmur Plastic Industry Tbk	LMPI	-0,002	-0,299	0,008
6	PT Lion Metal Works Tbk	LION	-0,0021	0,07	0,083
7	PT Modernland Realty Tbk	MDLN	0,015	-1,869	-0,486
8	PT Sekar Laut Tbk	SKLT	0,002	0,007	0,353
9	PT Super Mitori Tbk	SUMI	-0,0013	-0,081	0,308
10	PT Bank Tiara Asia Tbk	BNTA	-0,0003	1,121	0,150
11	PT Wicaksana Overseas International Tbk	WICO	-0,002	-0,205	0,138

Sumber : data sekunder yang diolah, 2001

Dari hasil perhitungan, maka dapat disimpulkan bahwa memang terjadi bias dalam beta sekuritas, dibuktikan dengan nilai beta sebelum koreksi yang jauh dari nilai 1. Setelah koreksi dilakukan, maka nilai beta semakin mendekati 1. Nilai beta yang negatif menunjukkan kondisi yang berlawanan, artinya jika secara umum harga saham mengalami kenaikan, maka saham yang dimiliki indeks negatif akan mengalami penurunan, begitu juga sebaliknya. Enam emiten yang memiliki indeks negatif adalah ALKA, FISK, MIRA, BNPK, SMSM, dan STTP (kasus *dividend initiation*), lima emiten lain yang memiliki indeks negatif adalah AMFG, ASIA, KIAS, MAMI, dan TPEN (kasus *dividend omission*) dan ada tiga emiten lainnya yang memiliki indeks negatif yaitu RAMA, JRPT, dan MDLN (kasus *dividend cut*).

5.3. Pengujian Reaksi Pasar

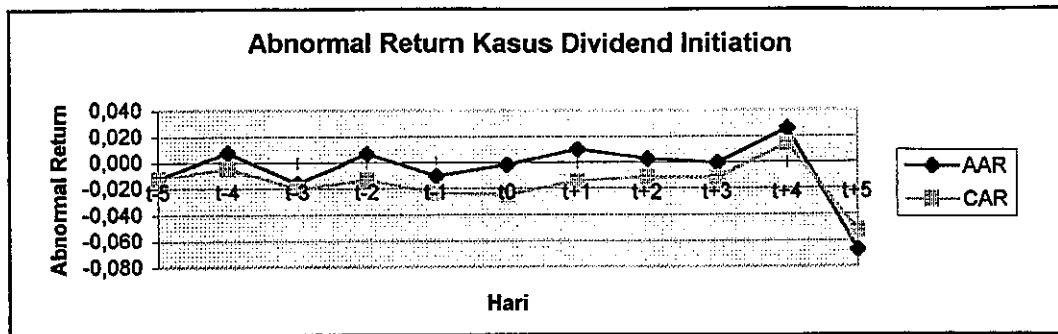
Untuk menguji dan menganalisis reaksi pasar dari masing-masing peristiwa yaitu *dividend initiation*, *dividend omission*, dan *dividend cut*, maka setiap peristiwa diuji efek isi informasinya terhadap pendapatan (*information content of earning*) yakni pengujian terhadap ada tidaknya *abnormal return* saham. Pengujian dilakukan dengan membandingkan (mencari selisih) antara hasil yang diperoleh investor (*actual return*) dengan hasil yang diharapkan (*expected return*).

Abnormal return yang diperoleh investor memiliki dua arah, yakni positif dan negatif. Apabila nilai *abnormal return* positif (yang berarti bahwa nilai *actual return* lebih besar daripada nilai *expected return*), maka dapat disimpulkan bahwa peristiwa pengumuman dividen (*dividend initiation*) memberikan keuntungan abnormal kepada pemegang saham. Tetapi jika nilainya negatif (yang berarti bahwa nilai *actual return* lebih kecil daripada nilai *expected return*), maka dapat disimpulkan bahwa peristiwa pengumuman dividen (*dividend omission* dan *dividend cut*) akan menyebabkan terjadinya pengurangan kekayaan pemegang saham.

5.3.1. Pengumuman dividen pada kasus *dividend initiation*

Pengujian hipotesis pertama bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman dividen pada kasus *dividend initiation*, dilakukan dengan menggunakan *single index market model*. Setelah melakukan estimasi *expected return* selama *estimation period*, langkah selanjutnya adalah menguji signifikansi

abnormal return selama *event period* untuk menganalisis ada tidaknya *abnormal return* bagi pemegang saham.



Gambar 5.1. *Average abnormal return* dan *cummulative average abnormal return* pada kasus *dividend initiation*.

Dari Gambar 5.1. dapat dilihat bahwa kecenderungan rata-rata kenaikan kekayaan pemegang saham terjadi setelah peristiwa pengumuman (*post event*) dimana pemegang saham lebih banyak memperoleh *return* positif dari pada *return* negatif. Hal ini membuktikan bahwa peristiwa *dividend initiation* memberikan reaksi pasar yang positif.

Tabel 5.4. *Average Abnormal Return* dan *Cummulative Average Abnormal Return* pada periode 5 hari Sebelum dan 5 hari Setelah peristiwa pengumuman *dividend initiation*.

Hari	AAR	SAAR (t hit)	CAR	kumulatif	SCAAR
t-5	-0,012	-2,103**	-0,012	-2,103	-2,614
t-4	0,008	2,358***	-0,004	0,255	2,932
t-3	-0,016	-2,819***	-0,020	-2,564	-3,504
t-2	0,007	0,814	-0,013	-1,750	1,012
t-1	-0,010	-1,541*	-0,023	-3,291	-1,916
t0	-0,001	-0,233	-0,025	-3,524	-0,290
t+1	0,010	1,432*	-0,014	-2,092	1,781
t+2	0,003	1,061	-0,011	-1,031	1,319
t+3	0,000	-0,257	-0,012	-1,288	-0,319
t+4	0,026	2,780***	0,014	1,492	3,456
t+5	-0,067	-10,060***	-0,052	-8,568	-12,507

*** Signifikan pada $\alpha=1\%$, ** Signifikan pada $\alpha=5\%$, *Signifikan pada $\alpha=10\%$

Sumber : data sekunder yang diolah, 2001.

Hasil perhitungan untuk kelompok sampel perusahaan yang membayar dividen pertama kalinya (Tabel 5.4) menunjukkan bahwa pada $t-4$, dan $t+4$ memberikan *average abnormal return* yang positif dan signifikan (pada $\alpha=1\%$). Selanjutnya pada $t-5$ dan $t-3$ memberikan rata-rata *abnormal return* yang negatif dan signifikan (pada $\alpha=1\%$). Sedangkan pada $t-1$ memberikan rata-rata *abnormal return* yang negatif dan signifikan (pada $\alpha=10\%$), pada $t+1$ memberikan *abnormal return* yang positif dan signifikan (pada $\alpha=10\%$). Ada 3 hari bursa dalam 11 hari *event period* yang memberikan *average abnormal return* yang positif dan signifikan. Dari hasil signifikansi *abnormal return* dapat disimpulkan adanya reaksi pasar di sekitar tanggal peristiwa menunjukkan bahwa peristiwa pengumuman dividen pada kasus *dividend initiation* mengandung informasi.

Tetapi pada saat terjadinya peristiwa (*event date*) *abnormal return* yang terjadi adalah positif dan tidak signifikan. Keuntungan perusahaan merupakan faktor pertama yang menjadi pertimbangan Direksi sehingga apabila ada perusahaan yang tetap membagi dividen walau terjadi kecenderungan penurunan laba perusahaan, investor menganggap hal ini sebagai peringatan yang cenderung diinterpretasikan sebagai kabar buruk. Hasil yang tidak konsisten ini diduga terkait dengan faktor fundamental perusahaan, yaitu berupa terjadinya penurunan laba emiten sehingga pasar menganggap pembagian dividen tidak mencerminkan kondisi perusahaan yang sebenarnya. Keadaan ini segera tercermin dalam pergerakan harga di pasar modal yang menyebabkan *average abnormal return*

yang diperoleh pemegang saham cenderung berbeda dengan *average abnormal return* sebelum terjadinya peristiwa.

Tabel 5.5. Hasil Uji Beda *Average Abnormal Return* Sebelum dan Setelah Peristiwa Pengumuman *Dividen Initiation*

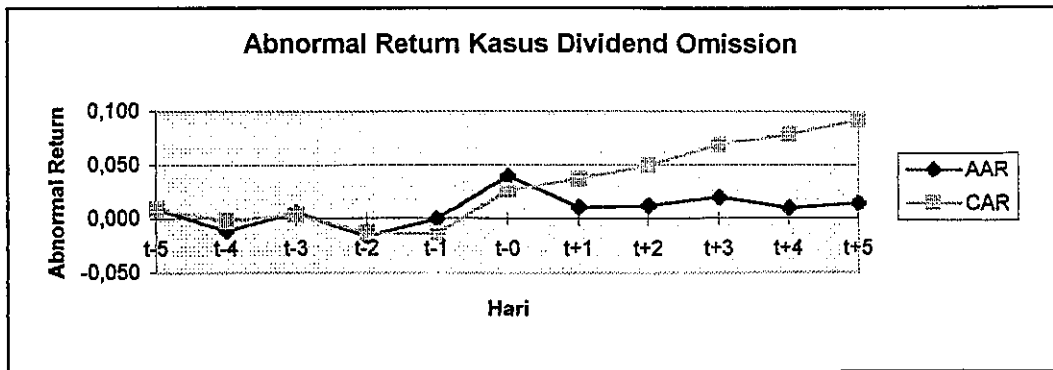
Hari ke	Sebelum Peristiwa	Hari ke	Setelah Peristiwa
	<i>Abnormal Return</i>		<i>Abnormal Return</i>
t-5	0,007	t+1	-0,060
t-4	0,009	t+2	0,315
t-3	0,003	t+3	0,315
t-2	0,003	t+4	0,315
t-1	0,004	t+5	0,315
Average	0,005	Average	0,240
Standart Deviation	0,003	Standart Deviation	0,168
T-hitung			41,617
T(0,025;4)			2,776

Sumber : data sekunder yang diolah, 2001

Berdasar nilai t hitung pada Tabel 5.5. yang diperoleh dari pengujian beda dua rata-rata, maka dapat disimpulkan bahwa rata-rata *abnormal return* saham sebelum peristiwa secara signifikan berbeda dengan rata-rata *abnormal return* saham setelah peristiwa.

5.3.2. Pengumuman dividen pada kasus *dividen omission*

Pengujian hipotesis kedua bahwa pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen pada kasus *dividend omission*, juga dilakukan dengan menggunakan *single index market model*. Setelah melakukan estimasi *expected return selama estimation period*, langkah selanjutnya adalah menguji signifikansi *abnormal return selama event period* untuk menganalisis ada tidaknya *abnormal return* bagi pemegang saham.



Gambar 5.2. *Average abnormal return dan cummulative average abnormal return pada peristiwa dividend omission.*

Dari Gambar 5.2. dapat dilihat bahwa *average abnormal return* yang diperoleh pemegang saham cenderung stabil selama *event period*. Sebelum terjadinya peristiwa pengumuman dividen diperoleh *cummulative abnormal return* yang negatif sedangkan setelah terjadinya pengumuman dividen diperoleh *cummulative abnormal return* yang positif. Hal ini membuktikan bahwa peristiwa *dividend omission* memberikan reaksi pasar yang negatif hanya pada sebelum peristiwa pengumuman dividen terjadi.

Tabel 5.6. *Average Abnormal Return dan Cummulative Average Abnormal Return pada periode 5 hari Sebelum dan 5 hari Setelah peristiwa pengumuman dividend omission .*

Hari	AAR	SAAR (t hit)	CAR	kumulatif	SCAAR
t-5	0,009	-1,018	0,009	-1,01782	-1,439
t-4	-0,011	-0,820	-0,002	-1,838	-1,160
t-3	0,006	-0,455	0,003	-2,293	-0,643
t-2	-0,017	0,648	-0,013	-1,645	0,916
t-1	0,000	0,579	-0,014	-1,067	0,818
t-0	0,040	3,524***	0,026	2,458	4,984
t+1	0,011	2,537***	0,037	4,995	3,588
t+2	0,012	1,751**	0,049	6,746	2,477
t+3	0,019	0,946	0,069	7,693	1,339
t+4	0,010	-0,009	0,078	7,684	-0,013
t+5	0,014	-1,221	0,092	6,463	-1,727

*** Signifikan pada $\alpha=1\%$, ** Signifikan pada $\alpha=5\%$, *Signifikan pada $\alpha=10\%$

Sumber : data sekunder yang diolah, 2001.

Hasil perhitungan untuk kelompok sampel perusahaan yang menghapus dividen pertama kalinya (Tabel 5.6) menunjukkan bahwa pada t_0 dan $t+1$ memberikan *average abnormal return* yang positif dan signifikan (pada $\alpha=1\%$). Selanjutnya pada $t+2$ memberikan *average abnormal return* yang positif dan signifikan (pada $\alpha=5\%$). Ada 3 hari bursa dalam 11 hari *event period* yang memberikan rata-rata *abnormal return* yang positif dan signifikan. Ada 2 hari bursa yang memberikan rata-rata *abnormal return* yang negatif tetapi tidak signifikan. Dari hasil signifikansi *abnormal return* dapat disimpulkan adanya reaksi pasar yang positif di sekitar tanggal peristiwa. Hal ini menunjukkan bahwa peristiwa pengumuman dividen pada kasus *dividend omission* mengandung informasi. Kaitannya dengan efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong efficient*), terjadinya *abnormal return* yang signifikan pada *event date* mengindikasikan terpenuhinya kriteria efisiensi pasar dalam bentuk setengah kuat. Artinya reaksi pasar yang terjadi pada *event date* (t_0) yang ditunjukkan oleh perubahan harga sekuritas, disebabkan oleh peristiwa *dividend omission*.

Lima hari setelah peristiwa, rata-rata *return* saham mengalami kenaikan (dengan kata lain pasar telah mengalami *rebound*), berarti hipotesa bahwa pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen pada kasus *dividend omission* tidak diterima. Hal ini terjadi karena pasar telah mengantisipasi kemungkinan terjadinya penghapusan dividen akibat terjadinya krisis ekonomi dimana terjadi nilai tukar mata uang yang tinggi (selisih kurs yang tinggi). Krisis ekonomi menyebabkan banyak perusahaan mengalami kerugian sehingga kesulitan dalam membayar hutang asing. Sementara itu, investor lembaga yang memiliki *time*

horizon jangka panjang, menyiasati kondisi di pasar dengan mengubah portofolio. Para investor mulai menjual saham sektor industri yang melemah fundamentalnya dan membeli saham dengan fundamental kuat. Saham-saham yang melemah fundamentalnya selama krisis antara lain sektor perbankan, properti, dan jasa keuangan. Para investor membeli saham yang diperkirakan mampu bertahan selama krisis atau bahkan bisa berkembang. Saham pilihan di masa krisis moneter adalah saham-saham yang mempunyai struktur keuangan yang kuat, seperti retailer, produk barang konsumsi. Meskipun krisis, permintaan akan produk emiten ini tetap dibutuhkan.

Tabel 5.7. Hasil Uji Beda *Average Abnormal Return* Sebelum dan Setelah Peristiwa *Dividen Omission*.

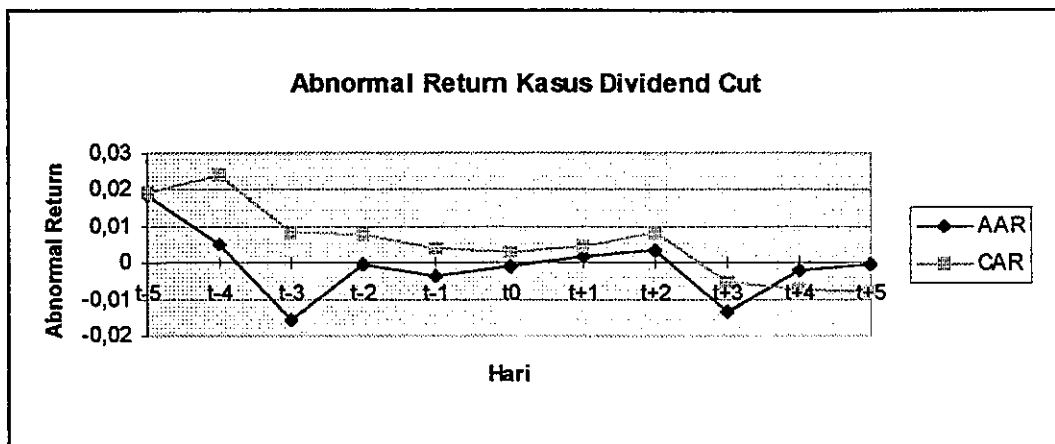
Hari ke	Sebelum Peristiwa	Hari ke	Setelah Peristiwa
	<i>Abnormal Return</i>		<i>Abnormal Return</i>
t-5	0,010	t+1	0,018
t-4	-0,017	t+2	0,017
t-3	0,001	t+3	0,024
t-2	-0,025	t+4	0,007
t-1	-0,003	t+5	0,004
Average	-0,007	Average	0,014
Standard Deviation	0,014	Standard Deviation	0,008
T-hitung			0,00013
T(0,025;4)			2,776

Sumber : data sekunder yang diolah, 2001

Berdasar nilai t hitung pada Tabel 5.7. yang diperoleh dari pengujian beda dua rata-rata, maka dapat disimpulkan bahwa *average abnormal return* saham sebelum peristiwa secara signifikan tidak berbeda dengan *average abnormal return* saham setelah peristiwa. Hal ini disebabkan oleh pasar yang telah mengantisipasi kemungkinan adanya penghapusan dividen oleh perusahaan yang disebabkan adanya krisis moneter.

5.3.3. Pengumuman dividen pada kasus *dividen cut*

Pengujian hipotesis ketiga bahwa pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen pada kasus *dividend cut*, dilakukan dengan menggunakan *single index market model*. Setelah melakukan estimasi *expected return* selama *estimation period*, langkah selanjutnya adalah menguji signifikansi *abnormal return* selama *event period* untuk menganalisis ada tidaknya *abnormal return* bagi pemegang saham.



Gambar 5.3. *Average Abnormal Return dan Cummulative Average Abnormal return pada Kasus Dividend Cut.*

Dari Gambar 5.3. dapat dilihat bahwa *average abnormal return* yang diperoleh pemegang saham cenderung tidak stabil selama *event period*. Dari gambar juga terlihat bahwa secara kumulatif terjadi penurunan kekayaan pemegang saham yang terjadi selama *event period*.

Tabel 5.8. *Average Abnormal Return* dan *Cummulative Average Abnormal Return* pada periode 5 hari Sebelum dan 5 hari Setelah peristiwa pengumuman *dividend cut*.

Hari	AAR	SAAR (t hit)	CAR	kumulatif	SCAAR
t-5	0,019	-0,160	0,019	-0,160	-0,160
t-4	0,005	3,400***	0,024	3,240	3,400
t-3	-0,016	-1,623*	0,008	1,617	-1,623
t-2	0,000	-1,014	0,008	0,603	-1,014
t-1	-0,004	-1,604*	0,004	-1,002	-1,604
t0	-0,001	-1,313*	0,003	-2,315	-1,313
t+1	0,002	0,247	0,005	-2,068	0,247
t+2	0,004	0,531	0,008	-1,537	0,531
t+3	-0,013	-2,022**	-0,005	-3,559	-2,022
t+4	-0,002	-0,059	-0,007	-3,617	-0,059
t+5	-0,001	0,173	-0,008	-3,445	0,173

*** Signifikan pada $\alpha=1\%$, ** Signifikan pada $\alpha=5\%$, *Signifikan pada $\alpha=10\%$
 Sumber : data sekunder yang diolah, 2001

Hasil perhitungan untuk kelompok sampel perusahaan yang menurunkan dividen (Tabel 5.8) menunjukkan bahwa pada t-4, memberikan *average abnormal return* yang positif dan signifikan (pada $\alpha=1\%$) tetapi pada t-3 memberikan *average abnormal return* yang negatif dan signifikan (pada $\alpha=10\%$). Selanjutnya pada t-1 dan t0 memberikan *average abnormal return* yang negatif dan signifikan (pada $\alpha=10\%$). Sedangkan pada t+3 memberikan *average abnormal return* yang negatif dan signifikan (pada $\alpha=5\%$). Ada 4 hari bursa dalam 11 hari *event period* yang memberikan *average abnormal return* yang negatif dan signifikan. Ada 1 hari bursa yang memberikan *average abnormal return* yang positif dan signifikan. Dari hasil signifikansi *abnormal return* dapat disimpulkan adanya reaksi pasar yang negatif di sekitar tanggal peristiwa, berarti hipotesa bahwa pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen pada kasus *dividend cut* diterima. Hal ini menunjukkan bahwa peristiwa pengumuman

dividen pada kasus *dividend cut* mengandung informasi. Kaitannya dengan efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong efficient*), terjadinya *abnormal return* yang signifikan pada *event date* mengindikasikan terpenuhinya kriteria efisiensi pasar dalam bentuk setengah kuat. Artinya reaksi pasar yang terjadi pada *event date* (t_0) yang ditunjukkan oleh perubahan harga sekuritas, disebabkan oleh peristiwa *dividend cut*. Adanya *abnormal return* sebelum peristiwa pengumuman dividen, menunjukkan bahwa telah terjadi kebocoran informasi sehingga ada pelaku pasar yang telah memperoleh *abnormal return*.

Tabel 5.9. Hasil Uji Beda *Average Abnormal Return* Sebelum dan Setelah Peristiwa *Dividen Cut*.

Hari ke	Sebelum Peristiwa	Hari ke	Setelah Peristiwa
	<i>Abnormal Return</i>		<i>Abnormal Return</i>
t-5	0,021	t+1	0,003
t-4	0,007	t+2	0,003
t-3	-0,014	t+3	-0,013
t-2	0,002	t+4	-0,003
t-1	-0,003	t+5	0,000
Average	0,002	Average	-0,002
Standart Deviation	0,013	Standart Deviation	0,007
T-hitung			-98,265
T(0,025;4)			2,776

Sumber : data sekunder yang diolah, 2001

Berdasar nilai t hitung pada tabel 5.9. yang diperoleh dari pengujian beda dua rata-rata, maka dapat disimpulkan bahwa *average abnormal return* saham sebelum peristiwa secara signifikan berbeda dengan *average abnormal return* saham setelah peristiwa. Hal ini disebabkan oleh pasar yang telah mengantisipasi kemungkinan adanya penurunan dividen oleh perusahaan yang disebabkan adanya krisis moneter.

BAB VI

KESIMPULAN, IMPLIKASI MANAJERIAL, DAN SARAN

6.1. Kesimpulan

Kesimpulan yang dapat diambil dari pembahasan ketiga permasalahan adalah sebagai berikut :

6.1.1. Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Dividen pada Kasus Dividend Initiation

Hasil pengujian untuk kelompok perusahaan yang membayar dividen pertama kalinya menunjukkan adanya *average abnormal return* yang positif, kecuali pada $t-5$, $t-3$, $t-1$, t_0 , dan $t+5$. Adanya *average abnormal return* yang positif dan signifikan sebelum peristiwa pengumuman dividen menunjukkan telah terjadi kebocoran informasi. Sedangkan adanya *average abnormal return* yang positif dan signifikan setelah peristiwa pengumuman dividen menunjukkan tanggapan pasar yang positif terhadap peristiwa *dividend initiation*. Informasi yang positif ini segera tercermin dalam pergerakan harga saham di pasar modal, dibuktikan terjadinya *average abnormal return* yang positif dan signifikan hingga $t+4$, walau di lain pihak hal ini juga mencerminkan lambatnya reaksi pasar dalam menanggapi peristiwa *dividend initiation*. Secara statistik, untuk hasil uji beda sebelum dan setelah peristiwa pengumuman *dividend initiation* menunjukkan hasil yang berbeda.

6.1.2. Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Dividen pada Kasus Dividend Omission

Hasil pengujian untuk kelompok perusahaan yang menghapus dividen pertama kalinya tidak menunjukkan adanya *average abnormal return* yang negatif dan signifikan setelah peristiwa pengumuman dividen. Adanya *average abnormal return* yang positif dan signifikan setelah peristiwa pengumuman dividen menunjukkan bahwa pasar bereaksi lambat sehingga pasar belum efisien secara informasi dan keputusan. Ada 2 rata-rata *abnormal return* yang negatif tetapi tidak signifikan. Adanya *average abnormal return* yang positif, kemungkinan disebabkan oleh karakteristik perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini, sehingga mempengaruhi *abnormal return* yang terjadi. Sedangkan untuk hasil uji beda sebelum dan setelah peristiwa pengumuman menunjukkan hasil yang tidak berbeda.

6.1.3. Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Dividen pada Kasus Dividend Cut

Hasil pengujian untuk kelompok perusahaan yang menurunkan pembayaran dividen menunjukkan adanya reaksi pasar yang negatif dan signifikan (pada $t-3$, $t-1$, t_0 , dan $t+3$). Tetapi diperoleh juga reaksi pasar yang positif dan signifikan (pada $t-4$ dan t_0). *Average abnormal return* yang negatif dan signifikan sebelum peristiwa pengumuman dividen menunjukkan terjadinya kebocoran informasi. Sedangkan *average abnormal return* yang negatif dan signifikan setelah peristiwa pengumuman dividen menunjukkan bahwa pasar bereaksi lambat sehingga bisa dikatakan bahwa pasar belum efisien secara informasi. Hasil yang signifikan menunjukkan bahwa hipotesa diterima bahwa pengumuman dividen pada kasus *dividen cut* mengandung

informasi. Sedangkan untuk hasil uji beda sebelum dan setelah peristiwa pengumuman menunjukkan hasil yang berbeda.

6.2. Implikasi Manajerial

Manajemen memiliki informasi mengenai pendapatan masa depan perusahaan dibanding publik (termasuk pemegang saham perusahaan). Situasi informasi asimetrik ini menunjukkan bahwa manajer akan berusaha untuk menyampaikan informasi ke publik, salah satunya dengan cara mengumumkan perubahan dividen perusahaan. Pengumuman dividen ini disebut alat pemberi sinyal.

Perubahan dividen perusahaan merupakan sinyal bahwa manajemen telah memperkirakan pendapatan masa depan perusahaan. Oleh karena itu, pengumuman *dividend initiation* (pembayaran dividen pertama kalinya) merupakan kabar baik dan akan menaikkan ekspektasi investor mengenai pendapatan masa depan perusahaan yang melakukan pengumuman tersebut. Sebaliknya, pengumuman *dividend omission* dan *dividend cut* merupakan kabar buruk dan menyebabkan investor menurunkan perkiraan pendapatan masa depan perusahaan. Implikasi dari pengumuman *dividend initiation* akan menyebabkan kenaikan harga saham perusahaan dan pengumuman *dividend omission* dan *dividend cut* akan menyebabkan penurunan harga saham perusahaan. Semakin besar perubahan harga saham perusahaan saat permulaan atau penghapusan dividen diumumkan, semakin besar perubahan pendapatan perusahaan pada tahun pengumuman dan tahun sesudahnya. Jadi, dividen memberikan informasi mengenai pendapatan.

6.3. Keterbatasan Penelitian dan Saran

Penelitian ini memiliki keterbatasan antara lain jumlah sampel penelitian ini sedikit sehingga menimbulkan masalah kecukupan statistik. Penelitian ini dapat dilanjutkan pada masa yang akan datang dengan jumlah perusahaan yang lebih besar.

Pengambilan sampel penelitian ini berdasarkan *purposive sampling* sehingga hasil penelitian ini tidak dapat digunakan sebagai dasar generalisasi. Dengan bertambahnya usia Bursa Efek Jakarta, penelitian masa datang dapat mengambil sampel *dividend initiation* yang memenuhi kriteria lebih dari dua tahun tidak membayar dividen lalu membayar dividen pertama kalinya. Demikian juga dengan perolehan sampel *dividend omission* yang memenuhi kriteria menghapus dividen pertama kalinya setelah paling sedikit 3 kali berturut-turut membayar dividen tahunan. Hal ini dimaksudkan untuk melihat reaksi pasar yang lebih signifikan terhadap pengumuman dividen.

DAFTAR REFERENSI

- Aharony & Swary, 1980, Quaterly Dividend and earnings Announcements and Stockholders' Returns : An Empirical Analysis, **Journal of Finance**, p 1-12
- Ang, Robbert, 1997, **Pasar Modal Indonesia**, Mediasoft Indonesia.
- Asquith, D., & Mullins, D., "The Impact on Initiating Dividend Payment on Shareholder's Wealth", **Journal of Business** 46 (1983), p 77-79.
- Bambang Riyanto, 1995, **Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan**, BPFE, Yogyakarta.
- Ball, Ray, & Phillip Brown, 1968, An Empirical Evaluation of Accounting Income numbers, **Journal of Accounting Research**, p 159-178.
- Bernard, Victor L., & Jacob K. Thomas, 1989, Post Earning Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium ?, **Journal of Accounting research** 27, p 1-36.
- _____, 1990, Evidence that Stock Prices Do Not Fully Reflect The Implications of Current Earnings for Future Earnings, **Journal of Accounting and Economics** 13, p 305 - 340.
- Black, Fisher, & Myron Scholes, 1974, The Effects of Dividend yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns, **Journal of Financial Economics** 1, p 1 - 22.
- Bremer, Marc, & Richard J Sweeny, 1991, The Reversal of large Stock-Price Decreases, **Journal of Finance** 46, p 747 - 754.
- Christie, William G., "Are Dividend Omission Trully The Cruellest Cut of All ?", **Journal of Financial & Quantitative Analysis** (1994), Vol. 29, No.3, p 459-479.
- Charest, Guy, 1978, Dividend Information, Stock Returns and Market Efficiency-II, **Journal of Financial Economics** 6, p 297-330.

- De Angelo, Harry, L. De Angelo & Douglas J. Skinner, 1992, Dividends & Losses, **Journal of Finance**, Vol. XLVII, No. 5, p 1837 - 1863.
- De Angelo & Linda De Angelo, 1990, Dividend Policy & Financial Distress; An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms, **Journal of Finance**, Vol. 45, p 1415 - 1431.
- De Bondt, Werner, & Richard Thaler, 1985, Does the Stock Market Overreact ?, **Journal of Finance** 40, p 793 - 808.
- _____, 1987, Further evidence on Investor Overreaction and Stock Market seasonality, **Journal of Finance** 42, p 557 - 581.
- Dhillon, VS & Herb Johnson, 1994, The Effect of Dividend Changes on Stock & Bond Prices, **Journal of Finance**, Vol XLIX, No. 1, p 281 - 289.
- Fama, Eugene, 1991, Efficient Capital Market II, **Journal of Finance**, December.
- Farid Harianto & Siswanto Sudomo, 1998, **Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia**, PT BEJ, Jakarta.
- Foster, George, Chris Olsen & Terry Shevlin, 1984, Earning Release, Anomalies, and The Behavior of Security Returns, **The Accounting Review** 59, p 574-603.
- Gosh, Chinmoy & J.R Woolridge, "An Analysis of Shareholder Reaction to Dividend Cut & Omission", **Journal of Finance Research** (1988), Vol. XI, No.4, p 281-294.
- Healy, P.M & K.G Palepu, "Earning Information Conveyed by Dividend Initiations & Omission", **Journal of Finance** 21 (1988), p 149-175.
- Jogiyanto Hartono, 1998, **Teori Portofolio dan Analisis Investasi**, BPFE, Yogyakarta.
- Jogiyanto Hartono dan Surianto. 1999. Bias di Beta Sekuritas dan Koreksinya untuk Pasar Modal Yang Sedang Berkembang: Bukti Empiris di BEJ. **Seminar Nasional dan Hasil-Hasil penelitian Forum Komunikasi Penelitian Manajemen dan Bisnis V. MM-UNDIP.**
- Kalay, A., 1980, Signaling, Information Content & The Reluctance to Cut Dividend, **Journal of Financial & Quantitative Analysis**, No. 15, Vol. 4, p 855 - 869.

- Lukas Setia Atmaja, 1997, **Memahami Statistika Bisnis**, Penerbit Andi, Yogyakarta.
- Michael, R., R.H Thaler & K.L Womack, "Price Reaction to Dividend Initiations & Omissions Overreaction or Drift ?", **Journal of Finance** 50 (1995), p 573-606.
- Pettit, R. Richardson., 1972, Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency, **Journal of Finance**, p 993 - 1007.
- Sawidji Widoatmodjo, 1996, **Cara Sehat Investasi di Pasar Modal**, PT Jurnalindo Aksara Grafika, Jakarta.
- Sharpe, William F., Gordon J. Alexander & Jeffery V. Bailey., 1997, **Investasi**, PT Prenhallindo, Jakarta.
- Shefrin, Hersh M., & Meir Statman, 1984, Explaining Investor Preference for Cash Dividends, **Journal of Financial Economics** 13, p 253 - 282.
- Singgih Santoso, 2000, **SPSS: Statistik Parametrik**, PT Elex Media Computindo, Jakarta.